

Раскрытие информации об инновационной деятельности российскими публичными компаниями и реакция фондового рынка



Ю. Н. Найдендова,
младший научный сотрудник,
Международная лаборатория экономики
нематериальных активов
naidenovayn@gmail.com, yunaydenova@hse.ru



О. И. Усынина,
студент, факультет экономики,
менеджмента и бизнес-информатики
111olkaus@gmail.com

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

В работе проведен анализ изменения цен акций в день выхода новостей российских компаний об инновационной деятельности с помощью методологии анализа событий (event study). Предполагается, что информация о достижениях в инновационной деятельности учитывается в ценах акций и, в случае позитивных ожиданий инвесторов относительно новых разработок компании и раскрытия информации о них, наблюдается положительная аномальная доходность акций. Результаты анализа показали, что инвесторы фондового рынка положительно оценивают новости о завершении инновационного проекта или его стадии. При этом реакция не зависит от того, в каком аспекте проводятся инновации: разработка продукта, технологии производства или изменение методов в организации деятельности. Кроме того, реакция рынка сильнее для более крупных компаний.

Ключевые слова: инновационная деятельность, новости компаний, фондовый рынок, анализ событий.

Введение

Тот факт, что инновационная деятельность является движущей силой развития экономики страны в целом и отдельных компаний, был продемонстрирован в целом ряде теоретических и эмпирических работ [10, 20, 27, 35], а также широко признается в бизнес-среде. Создание новых продуктов или технологий производства, изменение бизнес-модели выделяет компанию среди конкурентов и позволяет генерировать более высокие денежные потоки. Однако, исследования, разработка и коммерциализация результатов инновационной деятельности требуют значительных финансовых вложений, а значит, привлечения денежных средств. Публичные компании имеют возможность в частности привлечь дополнительные средства с фондового рынка, что наиболее выгодно при высокой оценке акций. В то же время, высокая оценка акций связана как с перспективами развития компании, так и с внешними условиями и состоянием фондового рынка.

Раскрытие информации играет важную роль во взаимодействии компании с инвесторами и способ-

ствует более высокой оценке компании. При этом, зарубежные эмпирические исследования подтверждают, что на развитых фондовых рынках повышение раскрытия информации и увеличение прозрачности ее деятельности, позитивно влияет на стоимость компании [17, 26]. С другой стороны, раскрытие информации об инновациях, проводимых в компании, повышает риск имитации со стороны компаний-конкурентов, что может привести к потере части или всех будущих выгод [36]. С точки зрения анализа инновационной деятельности, продукты компаний в сфере производства и в сфере услуг значительно различаются. В то время как материальные, осязаемые товары изготавливаются и потребляются, услуги в большей степени вовлекают покупателя в процесс их предоставления. Во втором случае подделки и имитацию сложно или невозможно пресечь с помощью получения патентов [6]. Риск имитации наиболее актуален в случае слабой защиты прав интеллектуальной собственности.

Большинство эмпирических исследований по вопросу раскрытия информации подтвердило гипотезу о позитивном влиянии раскрытия информации

об инновациях на цену акций [16, 30]. Однако, эти исследования проведены на данных стран Европы и США, компании которых более инновационны, институты защиты прав собственности являются более развитыми, а фондовые рынки характеризуются более высокой ликвидностью и значительно большим объемом капитала. Так, по данным рейтинга The International Property Rights Index, в 2016 г. Россия занимает 91-е место из 128 возможных по качеству защиты прав на интеллектуальную собственность. По данным Всемирного банка, на 2015 г. по рыночной капитализации компаний Россия находится на 21-м месте из 64 стран, по которым информация доступна, однако многократно уступает таким лидерам как США, Япония и Китай. Все это подтверждает тот факт, что российские компании находятся в принципиально иных условиях для раскрытия информации об инновационной деятельности, и в то же время инвесторы российского фондового рынка имеют иные приоритеты при выборе компаний для инвестирования. При этом, конкуренция с зарубежными компаниями вынуждает российские компании активнее внедрять инновации и, соответственно, искать финансирование для их реализации, в частности на фондовом рынке.

Целью данной работы является анализ реакции российского фондового рынка на новости российских компаний, связанных с инновационной активностью. На основе анализа реакции рынка можно делать выводы о том, как российские инвесторы оценивают эффективность исследований, разработок и коммерциализации результатов и насколько ценной является для них новая информация об инновациях с точки зрения изменения ожиданий. Результаты анализа могут быть использованы руководством российских публичных компаний при принятии решений о публикации информации об инновациях.

1. Обзор литературы

1.1. Специфика раскрытия информации об инновационной деятельности

Раскрытие информации является одним из механизмов контроля действий управляющего и защиты интересов инвесторов [24]. Если инвесторы информированы о состоянии дел в компании, точность их прогнозов повышается. Кроме того, имея достаточно информации о динамике развития компании, инвесторы могут повлиять на решения компании таким образом, чтобы максимизировать свои выгоды от вложения в компанию. Снижение асимметрии информации между инвесторами и руководством компании снижает риск оппортунистического поведения руководства компании [23]. Наиболее остро проблема асимметрии информации проявляется в публичных корпорациях, то есть корпорациях, акции которых доступны на фондовой бирже широкому, неограниченному кругу лиц [24, 29]. Для публичных компаний, потенциальными инвесторами которых могут быть все инвесторы фондового рынка, публикация информации служит, с одной стороны, для защиты интересов инвесторов, а с другой стороны, для привлечения инвесторов. В этом

случае, компании публикуют информацию о своей деятельности в общедоступных источниках, но при этом необходимо определить, какую именно информацию, как и когда публиковать.

Специфика раскрытия информации об инновациях состоит в том, что инновационная деятельность, с одной стороны, является важным ресурсом компании [21, 22], а с другой стороны, раскрытие информации об исследованиях и разработках повышает риск имитации продукта компании конкурентами [18] и потери конкурентных преимуществ. Так, эмпирические исследования подтвердили, что расходы на исследования и разработки (НИОКР), являющиеся одним из индикаторов инновационной активности компании, положительно связаны со стоимостью компании на данных США [21, 22, 34], Финляндии [38], Турции [39], так и в России [2]. В данных работах расходы на НИОКР рассматриваются как инвестиции в создание нематериального актива. Согласно ресурсной теории, предложенной Барни [11, 12], только ресурсы, которые сложно имитировать, могут создавать для компании устойчивые конкурентные преимущества. Если же ресурс может быть легко симитирован или заменен на другой ресурс, то он не создает для компании конкурентных преимуществ. Из этого следует, что далеко не все инновационные разработки компаний способны принести выгоды владельцам компании.

Исследования, проведенные на зарубежных рынках, показали противоречивые результаты. С одной стороны, работы подтвердили предположение о важности информации об исследованиях и разработках. Так, работы на основе методологии анализа событий показали, что публикация новостей, связанных с исследованиями и разработками приводит к росту цены акций [25, 37]. Однако необходимо отметить, что при более детальном анализе, например по фазам исследований и разработок в фармацевтической отрасли, не на всех фазах была найдена аномальная доходность акций [16, 30]. С другой стороны, исследования на основе формирования портфелей по уровню расходов на НИОКР показали, что на фондовом рынке США информация о НИОКР уже учтена в цене акций [15], а на фондовом рынке Японии информация о НИОКР позволяет получить более высокую доходность портфеля акций [32].

Разница в полученных результатах может объясняться как разницей в содержании новостей, так и спецификой стран в учете инноваций, уровне инновационной активности компаний, качеством защиты прав интеллектуальной собственности, а также особенностями фондового рынка. По этим характеристикам Россия значительно отличается от Европы, США и Японии, на данных которых были проведены предыдущие исследования.

1.2. Особенности России с точки зрения раскрытия информации

Отметим три основные особенности, присущие экономике России, в связи с которыми, на наш взгляд, результаты анализа реакции акционеров на раскрытие информации об инновационной активности могут

существенно отличаться от результатов, полученных на данных США и Великобритании.

Во-первых, небольшой объем фондового рынка и, соответственно, сложность привлечения капитала. В связи с высокими политическими и правовыми рисками, владельцы капитала предпочитают вкладывать средства в другие инструменты или рынки. В России преобладает использование внутренних и заемных средств, большая доля компаний не выходит на IPO. В 2014 г. на российском рынке акций ММВБ насчитывалось около 250 компаний – эмитентов акций [8], и это число снижалось, в то время как на американской бирже NASDAQ насчитывалось порядка 3000 эмитентов. Помимо того, что количество представленных эмитентов и так невелико, активно торгуется лишь небольшая их доля [8], в то время как цены на остальные акции легко могут подвергнуться манипуляциям [1].

Во-вторых, в связи со слабым развитием фондового рынка в целом, институт защиты прав акционеров также отстает от зарубежных рынков. Согласно рейтингу Protecting Minority Investors, представленному на сайте Всемирного банка, в 2016 г. Россия занимает 66-е место из 189 по качеству защиты прав миноритарных акционеров наряду с такими европейскими странами как Нидерланды, Португалия и Финляндия.

В-третьих, квалификация и опыт институциональных и частных инвесторов отличаются от зарубежных, с одной стороны из-за более высоких рисков, с другой стороны из-за относительно непродолжительной истории развития рынка [5, 8]. Так, среди руководителей паевых инвестиционных фондов акций России лишь 80% имеют экономическое образование [21].

Кроме того, существует специфика России не только в рамках фондового рынка, но и в сфере защиты интеллектуальной собственности. Исследователи отмечают, что слабая защита интеллектуальной собственности является барьером для развития инноваций в России [14, 19]. Соответственно, раскрытие информации об инновационной деятельности в России является более рискованным.

2. Данные

Для анализа были выбраны компании всех отраслей, обыкновенные акции которых активно торговались на российской фондовой бирже на период с января 2012 по апрель 2016 гг. Поскольку анализ



Рис. 1 Структура выборки по двухцифровому коду ОКВЭД

базируется на динамике цен акций, из выборки были исключены компании, акции которых характеризовались низкой ликвидностью. Помимо котировок акций компаний были собраны данные по доходности индекса рынка ММВБ и отраслевых индексов за указанный период. Финансовая информация и общие характеристики компаний были получены из базы данных Ruslana, источником данных по котировкам является база данных Thomson Reuters. В итоговую выборку вошло 19 компаний и 223 новостей.

Анализируемые компании довольно разнородны, принадлежат 10 классам видов экономической деятельности согласно классификатору ОКВЭД. Чуть больше половины компаний относятся к добывающим и производственным отраслям, остальные — к торговле и сфере услуг. Структура выборки по отраслям представлена на рис. 1.

По финансовым характеристикам, компании также значительно различаются (см. табл. 1). В выборку попали как прибыльные, так и убыточные компании. Также компании значительно варьируются по структуре финансирования деятельности. Если рассмотреть рыночную оценку собственного капитала этих компаний, то можно сделать вывод о том, что в выборку попали как перспективные, высоко оцениваемые компании, так и компании с низкой капитализацией и отрицательной величиной собственного капитала по балансу. Кроме того, отметим, что акции не всех компаний активно торговались весь анализируемый период.

Далее были собраны и проанализированы новости компаний, попавших в выборку. Для каждой компании в соответствующих разделах сайта («Пресс-центр» или «Новости») проводился поиск новостей, которые содержали упоминание об инновационной деятельности компании.

Чтобы провести более глубокий анализ был проведен контент анализ заголовков новостей и, при необходимости, их содержания. В результате, в соответствии с классификацией Руководства Осло [33] все новости были разделены на следующие категории: продуктовая инновация, процессная инновация, организационная инновация. Поскольку на основе новости компании невозможно определить, насколько значительно изменились функции или в способы использования продукта, новости об изменении в продукте относились к

Таблица 1
Характеристики компаний выборки за период 2011-2015 гг.

Показатель	Количество наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Стоимость акций, млрд руб.	94	905,0	1720,0	0,9	9640,0
Рентабельность продаж, %	94	16,8	19,1	-40,7	75,9
Финансовый рычаг, %	93	84,1	70,2	0,3	391,5
Соотношение рыночная/балансовая стоимость	84	1,2	1,2	-0,4	8,8

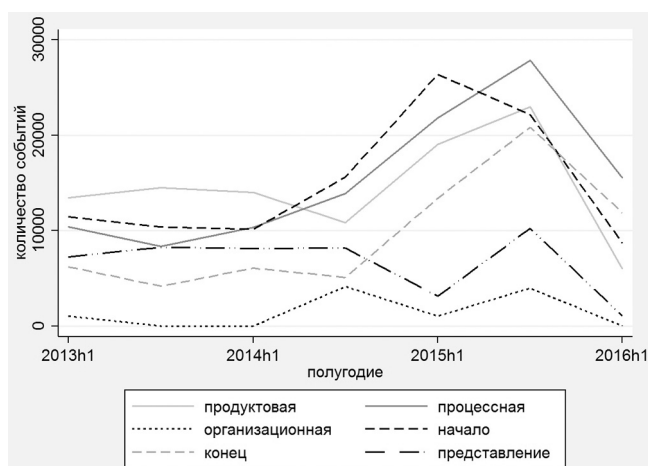


Рис. 2. Динамика количества новостей с разбивкой по выделенным категориям

продуктовым инновациям. К категории «продуктовые инновации» относятся новости, в которых упоминается о новом продукте или разработке компании, которая подразумевает дальнейшую продажу. К категории «процессные инновации» относятся новости, в которых упоминается об изменении в самом процессе производства продукции компании. К категории «организационные инновации» относятся новости, в которых упоминается об изменениях в сфере управления или работы с клиентами.

Помимо этого, новости были разделены в зависимости от того, содержат они информацию о начале инновационной деятельности или о завершении и получении результатов. Здесь новости были разделены на 3 категории: «начало», «конец» и «представление результатов» инновационного процесса. «Начало» подразумевает стадию разработки, начало внедрения инновации. «Конец» подразумевает завершение испытаний, введение в эксплуатацию или выход продукта на продажу. Категория «представление результатов» включает новости, связанные с участием или представлением новшеств на таких мероприятиях как конференции, вставки и форумы.

На рис. 2 представлены структура и динамика новостей. Хотя новости собраны за отдельные дни, для наглядности количество новостей агрегировано по полугодиям. Во-первых, заметен рост количества новостей, спад в 2016 г. обусловлен тем, что новости собраны не за полное полугодие. По сравнению с 2013 г., в 2015 г. количество новостей, связанных с инновациями практически удвоилось. Также интересно, что распределение новостей по категориям изменилось с 2013 г. Во-первых, в 2013 и первой половине 2014 г., компании больше раскрывали информации о продуктовых инновациях, со второй половины 2014 г. наибольшее количество новостей связано с процессными инновациями. Наименьшее количество новостей связано с организационными инновациями, и эта тенденция сохраняется. Во-вторых, количество новостей о начале инновационного процесса преобладало над количеством новостей о его завершении практически на всем рассматриваемом промежутке времени. Данная закономерность была нарушена только в начале 2016 г.

3. Методология

Анализ реакции инвесторов фондового рынка проведен с помощью методологии анализа событий [13, 28]. Данная методология базируется на определении аномальной доходности акций компании, связанной с выходом новости. Поскольку анализируется изменение доходности акций за короткий промежуток времени после выхода новой информации, прочие факторы меняются незначительно. Следовательно, метод позволяет определить отношение инвесторов к определенной информации. Предполагая рациональность и информированность инвесторов, изменение цены акций отражает изменение ожиданий после выхода новой информации. Кроме того, в отличие от анализа влияния таких показателей инновационной активности как величины расходов на исследования и разработки по данным годовой отчетности или количество патентов на рыночную капитализацию, данный метод позволяет определить влияние отдельных проектов и даже этапов проектов на рыночную цену акций.

Методология анализа событий базируется на предпосылке о том, что цены акций на фондовом рынке точно отражают происходящие экономические изменения на основе доступной информации, то есть рынок является эффективным. Как уже было сказано ранее, российский фондовый рынок является развивающимся, и могут наблюдаться неэффективности. Тем не менее, на данных российского фондового рынка уже проводились исследования с использованием методологии анализа событий [3, 4, 7, 9, 21].

В данной работе применен двухшаговый метод, в рамках которого на первом шаге на основе дневных данных оценивается аномальная доходность (AR):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t \text{ норм}}$$

где $AR_{i,t}$ — аномальная доходность акции i в день t ; $R_{i,t}$ — фактическая доходность акции i в день t ; $R_{i,t \text{ норм}}$ — нормальная доходность акции i в день t .

Оценка нормальной доходности ($R_{i,t \text{ норм}}$) была получена на основе рыночной модели [28], дающей оценку доходности компании, которая была бы на основе всей доступной на рынке информации, но без учета события:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} R_{m,t} + \beta_{2,i} R_{s,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$E(\varepsilon_{i,t}) = 0,$$

$$\text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma^2_{\varepsilon i}$$

где $R_{m,t}$ — доходность рыночного индекса в день t ; $R_{s,t}$ — доходность отраслевого индекса в день t . Для оценки нормальной доходности был выбран период в 100 дней, начинающийся за 130 дней и заканчивающийся за 30 дней до выхода новости. Выбор короткого окна для оценки модели нормальной доходности связан с высокой волатильностью рынка. В качестве рыночного индекса был взят индекс ММББ (MICEX), а в качестве отраслевого — MICEX MNF для отрасли «машиностроения», MICEX M&M для отрасли «ме-

таллы и добыча», MICEX O&G для отрасли «нефть и газ» MICEX TLC для отрасли «телекоммуникации и IT» и MICEX INNOV для отрасли «наука и инновации». Модель была дополнена в соответствии с предложением [28] доходностью отраслевого индекса для повышения качества модели, и, соответственно, точности оценки нормальной доходности.

На втором шаге проведен регрессионный анализ для выявления детерминант аномальной доходности, оцененной на первом шаге. Другими словами, определяются условия, при которых новость вызывает большую реакцию рынка, или те достижения в инновационном проекте, которые наиболее важны для инвесторов. Для этого было оценено следующее уравнение:

$$AR_{i,t} = \text{content}_{i,t} + c v_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

где $AR_{i,t}$ — аномальная доходность акции i в день t ; $\text{content}_{i,t}$ — набор бинарных переменных, отражающих категорию инноваций, рассмотренной в новости; $c v_{i,t}$ — набор контрольных переменных, характеризующих компанию — размер (логарифм активов), рентабельность продаж, финансовый рычаг на начало года выхода новости. Описательные статистики данных переменных представлены в табл. 1. Помимо этого, были протестированы модели, включающие эффекты компании, отрасли и/или года, для проверки устойчивости результатов.

4. Результаты

Оцененная аномальная доходность по всей выборке событий в среднем оказалась статистически неотличимой от нуля с распределением, близким к нормальному. То есть, не все новости об инновациях вызывали положительную реакцию инвесторов. Также

отметим, что все модели нормальной доходности оказались значимыми при включении доходности отраслевого индекса. Это важно, так как при использовании базовой рыночной модели, включающей только доходность рыночного индекса, 25 из 223 моделей оказались незначимыми, а, следовательно, не позволяющими качественно оценить аномальную доходность.

Для проведения регрессионного анализа, была рассмотрена матрица парных корреляций (табл. 2). Как видно, аномальная доходность имеет слабую корреляцию почти со всеми характеристиками, за исключением окончания инновационного процесса. Что касается остальных переменных, то отметим высокую по модулю корреляцию между дамми переменными продуктовой и процессных инноваций.

В табл. 3 представлены средние значения аномальной доходности по каждой категории новостей. В случае продуктовых, процессных и организационных инноваций, реакция инвесторов в среднем незначима. Однако окончание инновационного процесса вызывает значимую положительную аномальную доходность акций.

Далее был проведен регрессионный анализ зависимости аномальной доходности от содержания новости и характеристик компании. Для проверки устойчивости результатов был протестирован ряд моделей:

Модель 1. Включает индикаторы содержания новостей и индивидуальные эффекты компаний. Индивидуальные эффекты позволяют контролировать факторы, которые постоянны во времени, но различаются между компаниями.

Модель 2. Включает индикаторы содержания новостей, индивидуальные эффекты компании и годовые фиксированные эффекты. Таким образом, дополнительно к факторам, перечисленным в модели 1, контролируются факторы, одинаковые для всех компаний, но меняющиеся во времени. Прежде всего,

Таблица 2

Матрица корреляций основных переменных

	AR	Продуктовая	Процессная	Организационная	Начало	Конец	Представление	Размер	Рентабельность продаж	Финансовый рычаг
AR	1,00									
Продуктовая	-0,05	1,00								
Процессная	0,09	-0,89	1,00							
Организационная	-0,07	-0,21	-0,23	1,00						
Начало	-0,03	-0,17	0,18	0,01	1,00					
Конец	0,19	-0,08	0,08	0,00	-0,61	1,00				
Представление	-0,14	0,30	-0,29	-0,02	-0,51	-0,32	1,00			
Размер	0,07	-0,52	0,51	0,02	0,27	0,10	-0,43	1,00		
Рентабельность продаж	0,11	-0,35	0,39	-0,09	0,18	-0,01	-0,19	0,36	1,00	
Финансовый рычаг	-0,01	-0,15	0,10	0,11	-0,04	0,18	-0,15	0,46	-0,26	1,00

Таблица 3

Средняя аномальная доходность по каждой категории новостей

	Продуктовая	Процессная	Организационная	Начало	Конец	Представление
Средняя аномальная доходность	-0,002	-0,000	-0,007	-0,002	0,004*	-0,007*
Количество наблюдений	106	106	10	104	72	45

Таблица 4

Детерминанты аномальной доходности акций в ответ на новости об инновационной активности компании

	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
Продуктовая	0,001 (0,004)	0,001 (0,004)	0,001 (0,004)	0,002 (0,004)	0,002 (0,004)	0,001 (0,004)
Организационная	-0,007 (0,007)	-0,007 (0,007)	-0,007 (0,007)	-0,006 (0,007)	-0,007 (0,007)	-0,006 (0,007)
Конец	0,009*** (0,003)	0,009*** (0,003)	0,009*** (0,003)	0,009** (0,003)	0,009** (0,003)	0,009*** (0,003)
Представление	-0,003 (0,004)	-0,002 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,002 (0,004)
Размер				0,012* (0,006)	0,013 (0,008)	0,001 (0,003)
Рентабельность				0,001** (0,000)	0,001** (0,000)	0,000** (0,000)
Финансовый рычаг				-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Эффекты компании	Да	Да	Нет	Да	Да	Нет
Годовые эффекты	Нет	Да	Да	Нет	Да	Да
Отраслевые эффекты	Нет	Нет	Да	Нет	Нет	Да
Константа	0,007** (0,003)	0,005* (0,003)	-0,002 (0,008)	-0,253** (0,127)	-0,261 (0,161)	-0,036 (0,052)
Коэффициент детерминации R ²	0,090	0,100	0,099	0,124	0,127	0,120
Количество наблюдений	223	223	223	222	222	222

Примечание: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1; в скобках представлены стандартные ошибки.

к таким факторам относится состояние экономики, макроэкономические характеристики.

Модель 3. Включает индикаторы содержания новостей, годовые и отраслевые фиксированные эффекты. Поскольку в выборку входят компании из разных отраслей, была протестирована модель, включающая отраслевые эффекты.

Модели 4, и 5 и 6. Аналогичны моделям 1, 2 и 3, но включают характеристики компании в качестве контрольных переменных.

Результаты регрессионного анализа (табл. 4) показывают, что есть устойчивая положительная реакция инвесторов российского фондового рынка на новости об окончании инновационного процесса. Кроме того, положительная реакция инвесторов тем выше, чем выше операционная маржа компании. Остальные эффекты связаны с особенностями компаний. Интересно, что нет статистически значимой разницы в силе реакции инвесторов на новости об инновациях по отраслям, хотя в выборку включены компании, кардинально различающиеся по виду деятельности.

Выводы

В данной работе был проведен анализ детерминант реакции инвесторов российского фондового рынка на новости об инновационной деятельности. Результаты анализа показывают, что инвесторы более позитивно относятся к новостям о завершении инновационного процесса, что соответствует теоретическим предположениям. При средней доходности акций компаний в 0,02%, аномальная доходность в 0,9% в день выхода новости показывает существенный прирост цены акций в связи с данным событием. Это демонстрирует важность раскрытия информации на этапе, когда неопределенность и риск имитации невысоки. Отме-

тим, что при дополнительном тестировании моделей, включающих дамми на начало инновационного процесса вместо дамми на его конец, данная переменная была незначимой, что говорит о том, что нет однозначной негативной реакции инвесторов на раскрытие информации, когда риск имитации наиболее высок. Это, возможно, свидетельствует о рациональной осмотрительности руководства компании при принятии решения о публикации информации. Дальнейшие исследования данного аспекта могут быть связаны с анализом важности защиты прав собственности путем выделения новостей, где раскрывается информация о получении патента на результаты разработок.

Интересным результатом является также то, что с точки зрения инвесторов фондового рынка нет принципиальной разницы, в каком аспекте проводятся инновации: разработка продукта, технологии производства или изменение методов в организации деятельности. Каждый из этих аспектов в равной степени важен для развития компании с точки зрения инвесторов. Однако, можно также предположить, что отсутствие различий в степени реакции свидетельствует о слабом представлении инвесторов, какой из аспектов инноваций в большей степени способен создать конкурентное преимущество для компании. Также, возможно, такой результат связан с гетерогенностью выборки и необходимостью учета отраслевой специфики.

Важным моментом является то, что реакция инвесторов на новости об инновационной активности позитивна, только если компания рентабельна. Чем выше рентабельность компании, тем больше возможностей финансирования инновационных проектов у компании. Так, увеличение рентабельности на 1% приводит к тому, что в день выхода новости прирост цены акций выше на 0,1%. Однако, если компания убыточна, инновации, пусть даже потенциально успешные,

воспринимаются как слишком рискованное вложение средств, вследствие чего реакция инвесторов слабее.

Предыдущие исследования рассматривали эффект размера с разных сторон. С одной стороны, крупные компании имеют больше ресурсов и могут использовать эффект масштаба при внедрении инноваций. С другой стороны, небольшие компании являются более гибкими, лучше адаптируются к изменениям, и потому, могут быть более успешны в инновациях. Анализ реакции инвесторов российского фондового рынка показывает, что первое предположение является более актуальным.

Помимо возможных путей развития работы, упомянутых выше, можно также более детально рассмотреть характеристики акционеров компании, такие как концентрация собственности, наличие контролирующего акционера, участие государства, долю институциональных инвесторов. Также, в перспективе, возможно фокусирование исследования на отдельном секторе экономики для большей однородности выборки и повышения точности полученных результатов. Хотя в данной работе различия компаний контролировались с помощью учета доходности отраслевого индекса в модели нормальной доходности на первом шаге и включения фиктивных переменных на отрасль на втором шаге исследования, фокусировка на отдельном секторе может выявить факторы, специфичные именно для него. Однако в данный момент, на российском фондовом рынке нет достаточного количества компаний для проведения такого исследования.

Исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда в рамках проекта №15-18-20039.

Список использованных источников

- К. Д. Жиркин. Особенности российского фондового рынка как фактор эффективности использования методов технического анализа // Актуальные вопросы экономических наук. Вып. 19. 2011. С. 272-276.
- Е. Е. Первакова, В. А. Чайка. Эффективность инновационной деятельности крупных российских компаний // Корпоративные финансы. Т. 7. Вып. 4. 2013. С. 72-78.
- А. Погожева. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам // Корпоративные финансы. Т. 7. Вып. 2. 2013. С. 35-47.
- Е. М. Рогова, Д. Е. Гусева. Оценка реакции цен акций российских компаний на информацию об инвестировании в инновационные проекты // Инновации, № 3, 2016. С. 104-112.
- Д. Седлов. Инвесторов рассаживают по классам // Газета РБК, вып. 170, 2016.
- Р. Б. Такер. Инновации как формула роста. Новое будущее ведущих компаний / Пер. с англ. М.: Олимп-бизнес, 2006.
- Т. Теплова. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ, вып. 2, 2008. С. 1-15.
- А. Я. Трегуб, И. Ю. Грабуча. Российский фондовый рынок: 2013, события и факты. Аналитический обзор НАУФОР. М., 2014.
- А. В. Яворская. Оценка влияния кросс-листинга на рыночную стоимость российских компаний // Корпоративные финансы, вып. 3, 2013. С. 45-54.
- Н. Ansoff (1965). Corporate Strategy. McGraw-Hill, New York.
- J. Barney (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage // Journal of Management, Vol. 17. P. 99-120.
- J. Barney, M. Wright, D. J. Ketchen (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991 // Journal of Management, Vol. 27. P. 625-641.
- J. Binder (1998). The event study methodology since 1969 // Review of quantitative Finance and Accounting, Vol. 11. P. 111-137.
- D. Chadee, B. Roxas (2013). Institutional environment, innovation capacity and firm performance in Russia // Critical perspectives on international business, Vol. 9. P. 19-39.
- L. K. Chan, J. Lakonishok, T. Sougiannis (2001). The stock market valuation of Research and Development Expenditures // The Journal of Finance, Vol. 56. P. 2431-2456.
- E. Dedman, S. W.-J. Lin, A. J. Prakash, C.-H. Chang (2008). Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector // Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 27. P. 195-216.
- D. W. Diamond, R. E. Verrecchia (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital // The Journal of Finance, Vol. 46. P. 1325-1359.
- J. Fagerberg, D. C. Mowery, R. R. Nelson (2006). The Oxford Handbook of Innovation. Oxford university press.
- E. Fakhrutdinova, J. Kolesnikova, O. Kiselkina, A. Khalikov (2013). Issues of commercialization of intangible property rights in Russia // World Applied Sciences Journal, Vol. 27. P. 72-76.
- H. Forsman (2013). Environmental Innovations as a Source of Competitive Advantage or Vice Versa // Business Strategy and the Environment, Vol. 22. P. 306-320.
- Z. Griliches (1984). R&D, patents, and productivity. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago.
- B. H. Hall, A. Jaffe, M. Trajtenberg (2005). Market value and patent citations // RAND Journal of economics, vol. 36. P. 16-38.
- P. M. Healy, K. G. Palepu (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature // Journal of accounting and economics, Vol. 31. P. 405-440.
- M. C. Jensen, W. H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics, Vol. 3. P. 305-360.
- E. Jones, J. Danbolt (2003). R&D project announcements and the impact of ownership structure // Applied Economics Letters, Vol. 10. P. 933-936.
- C. Leuz, R. E. Verrecchia (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure // Journal of Accounting Research, Vol. 38. P. 91-124.
- M. Lourdes Sosa (2013). Decoupling market incumbency from organizational prehistory: Locating the real sources of competitive advantage in R&D for radical innovation // Strategic Management Journal, Vol. 34. P. 245-255.
- A. C. MacKinlay (1997). Event Studies in Economics and Finance // Journal of Economic Literature, Vol. 35. P. 13-39.
- J. Maltby (1998). UK joint stock companies legislation 1844-1900: accounting publicity and "mercantile caution" // Accounting History, Vol. 3. P. 9-32.
- P. Mc Namara, C. Baden-Fuller (2007). Shareholder returns and the exploration—exploitation dilemma: R&D announcements by biotechnology firms // Research Policy, Vol. 36. P. 548-565.
- I. Naidenova, P. Parshakov, M. Zavertieva, E. Tomé (2015). Look for people, not for alpha: mutual funds success and managers intellectual capital // Measuring Business Excellence, Vol. 19. P. 57-71.
- P. Nguyen, S. Nivoix, M. Noma (2010). The valuation of R&D expenditures in Japan // Accounting & Finance, Vol. 50. P. 899-920.
- OECD, Statistical Office of the European Communities, L. (2010). Oslo Manual Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data, 3rd Edition (Russian version), Centre for Science Research and Statistics (CSRS) of the Ministry of Education and Science, S.-Petersburg.
- P. G. Sandner, J. Block (2011). The market value of R&D, patents, and trademarks // Research Policy, Vol. 40. P. 969-985.
- J. Schumpeter (1934). The Theory of Economic Development. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- D. J. Teece (1986). Profiting from Technological Innovation: Implications for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy // Transnational Corporations and Innovative Activities, Vol. 15. P. 285-305.
- R. Woolridge, C. Snow (1990). Stock market reaction to strategic investment decisions // Strategic Management Journal, Vol. 11. P. 353-363.
- J. Rahko (2014). Market value of R&D, patents, and organizational capital: Finnish evidence // Economics of Innovation and New Technology, Vol. 23. P. 353-377.
- Z. Bouaziz (2016). The Impact of R&D Expenses on Firm Performance: Empirical Witness from the Bist Technology Index // Journal of Business Theory and Practice 4, Vol. 4. P. 51-60.

Announcements about innovative activity of Russian companies and the stock market reaction

Yu. N. Naidenova, junior researcher, International Laboratory of Intangible-driven Economy.

O. I. Usynina, student, Faculty of Economics, Management, and Business Informatics.

(National Research University Higher School of Economics)

The paper is focused on the analysis of Russian stock market reaction on the announcements related to innovative activity of Russian traded companies. We use event study methodology to estimate abnormal stock returns in the announcement day. It is assumed that information about company's progress in innovative activity is incorporated in stock prices. Therefore, if stock market investors positively perceive company's developments and its disclosure, it should be positive abnormal stock returns. The results show that Russian investors positively assess the announcements about completion of innovative project or its stage. Moreover, the reaction is independent on innovation type: development of a new product, production technology or organization practices. In addition, the reaction is stronger for larger companies that corresponds to increasing returns to scale assumption.

Keywords: innovative activity, company announcements, stock market, event study methodology.