влияние инвестиций суверенных фондов на стоимость компаний

Аннотация

В работе представлен результат исследований влияния инвестиций суверенных фондов на рыночную стоимость компаний. Описываются применяемые методы и подходы исследования, сделаны ключевые выводы, отражающие значимость суверенных фондов на глобальном рынке капитала.

Ключевые слова: суверенные фонды благосостояния, институциональные инвесторы, акции, ивент-анализ, эффективность рынка

Ибраев Руслан Хайдарович
аспирант, Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, г. Москва
ibraev@iet.ru

В современной мировой экономической конъюнктуре, развитие некоторых стран мира традиционно во многом связано с движением денежных потоков, поступающих от добычи и экспорта невозобновляемых природных ресурсов. Тем не менее, экономическому подъему в некоторых из них способствовали не только высокие цены на традиционные природные ресурсы национального экспорта (например, нефти и газа), но и проводимые внутри страны экономические реформы. Таким образом, в целях обеспечения макроэкономической стабильности в стране в период неблагоприятных цен на нефтегазовые и минеральные ресурсы, правительства этих стран стали создавать специальные бюджетные резервные фонды, способные оказать финансовую поддержку национальной экономике.

Суверенные фонды и инструменты фондового рынка

Несмотря на то что суверенные фонды по своей сущности призваны стать мощным инструментом проведения эффективной макроэкономической политики, а также выполнять другие финансовые задачи правительства страны, они стали активно действовать на глобальных финансовых рынках. В частности, некоторые крупнейшие инвестиции

данных фондов вызвали бурные дискуссии мирового сообщества относительно их потенциального влияния не только на межстрановые потоки капитала, но и на стоимость и управление компаний, акции которых они приобретают. Вместе с тем во многом из-за принадлежности и подконтрольности суверенных фондов госсектору, изучение этого вопроса вызывает особый интерес.

Согласно гипотезе эффективного рынка, рынок является эффективным в отношении какой-либо информации в случае, если она сразу и полноценно отражается в цене актива (курсовой стоимости ценной бумаги), что делает эту информацию бесполезной для получения сверхприбылей. По мнению Луи Башелье (Louis Bachelier), основоположника данной теории, колебания цены товара происходят вследствие появления какой-либо новой информации. Иными словами, лишь непредвиденные новости способны изменять цену инструментов фондового рынка, недвижимости и других активов. И поскольку изменение цены происходит только под влиянием непредвиденной новой информации, Башелье высказал утверждение, что предсказать колебания цен невозможно. Предложенные Башелье концепции в наше время получили мировое признание, прорвавшись не только в университеты, но и на Уолл-стрит.

Для того чтобы определить, насколько рынок эффективен в отношении сделок с участием суверенных фондов, а именно: как впоследствии характеризуется динамика стоимости компании, акции которой приобретают суверенные фонды, необходимо эмпирически проанализировать поведение тех самых активов в период до и после совершения сделки.

Три варианта ивент-анализа

Для наиболее точного определения степени влияния инвестиций суверенных фондов на стоимость активов компаний, следует провести три варианта ивент-анализа:

1) анализ динамики стоимости компании до осуществления капиталовложения или объявления о сделке суверенных фондов, что позволит узнать, в какие активы склонны инвестировать данные фонды;

2) анализ краткосрочного периода, в котором была совершена сделка, позволяющий выявить степень реакции рынка на инвестиции суверенных фондов;

...лишь непредвиденные новости способны изменять цену инструментов фондового рынка, недвижимости и других активов

...долгосрочному капиталовложению свойственен стабилизационный эффект, поэтому долгосрочный суверенный капитал способствует увеличению стоимости компании

3) анализ долгосрочного периода после осуществления капиталовложения или объявления о сделке с целью узнать, как влияют инвестиции суверенных фондов на компанию в целом.

На сегодняшний день существует достаточное количество работ, посвященных вопросу влияния капитала суверенных фондов на стоимость компаний и охватывающих все три варианта эмпирического исследования. Среди основных работ можно выделить труды Б. Борлотти, В. Фотака, У. Меггинсона, К. Болднига, Дж. Коттера, К. Девентер и др.

Анализ результатов исследований вышеуказанных авторов позволяет сделать вывод, что суверенные фонды являются преимущественно долгосрочными миноритарными инвесторами. Как известно, долгосрочному капиталовложению свойственен стабилизационный эффект, поэтому долгосрочный суверенный капитал способствует увеличению стоимости компании. Между тем, инвестиционные предпочтения суверенных фонды преимущественно направлены в те акции компаний, которые демонстрировали в основном положительную динамикудо совершения сделки.

Главное доказательство авторов исследований заключается в том, что по своей сути, инвестиции суверенных фондов в краткосрочном периоде оказывают положительное влияние на стоимость активов, а именно на избыточную доходность (*англ.*abnormalreturns, AR), и незначительное негативное – в долгосрочном[1].

Инвестиции суверенных фондов и стабильность компаний

Инвестиции суверенных фондов в проблемные активы банковского сектора (Citigroup, Deutsche Bank,UBS, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Credit Suisse, Barclays Bank и др.) в кризисный период 2007–2009 гг. благоприятно повлияли на имидж и роль суверенных фондов как институциональных инвесторов, так как дополнительная ликвидность в виде суверенного капитала оказала значимую поддержку. При этом в среднесрочном периоде рентабель-

[1] Fotak, Bortolotti, Megginson (2008, 2009); Knill, Lee, Mauck (2009); Balding (2008); Dewenter, Han, Malatesta (2009); Fernandes (2009); Chhaochharia, Laeven (2009).

ность, рост и эффективность управления компаний существенно не изменились – значимая положительная реакция рынка наблюдается только в течение первых нескольких дней[2].

Таким образом, ни одна из инвестиций суверенных фондов фактически не изменила сильную понижательную динамику в период 2007–2008 гг. Возможен тот факт, что без совершенных суверенными фондами таких крупных капиталовложений, акции данных финансовых институтов могли бы характеризоваться еще более сильным и глубоким снижением. Между тем, суверенный капитал не оказал столь значимого продолжительного влияния на стоимость банковских активов. Даже в тех случаях, когда это влияние было зафиксировано, динамика изменения не была однородной с точки зрения волатильности и избыточной доходности[3].

В частности, доказано, что уровень транспарентности суверенного фонда значимо коррелирует с размерами избыточной доходности. В среднем кумулятивная избыточная доходность (англ. cumulative abnormalreturn, CAR) больше у тех компаний, которые совершали сделки с суверенными фондами, подлежат независимому аудиту или же публикуют ежегодный отчет о своей деятельности. Суть в том, что данный фактор зависит, прежде всего, от того, насколько другие участники рынка осведомлены о суверенном фонде, объекте инвестиций, финансовых показателях и т.д. Именно это-обстоятельство приводит к вопросу о необходимости повышения транспарентности суверенных фондов, прямо отражаясь на стабильности финансового рынка.

Таким образом, уровень прозрачности фонда значимо влияет на поведение других инвесторов, и от того, насколько высок этот уровень, будет зависеть степень доверия этих инвесторов [5].

Существует также гипотеза о том, что суверенные фонды зачастую преследуют цели, не связанные с максимизацией финансовых результатов компании, в связи с чем возникает вероятность конфликтов интересов акционеров на фоне того, что управляющие суверенного фонда не будут действовать

...уровень прозрачности фонда значимо влияет на поведение других инвесторов, и от того, насколько высок этот уровень, будет зависеть степень доверия этих инвесторов

[2] Kotter, Lel (2008).

[3] Kern (2008).

в интересах других акционеров, инвесторов, рабочих, менеджеров, кредиторов и др. В такой ситуации это может привести к увеличению агентских издержек (*англ.* agencycosts),[4] снижению рентабельности, и впоследствии – рыночной стоимости компании[5].

Выводы

На основе анализа работ международных экспертов, исследовавших влияние суверенных фондов на стоимость компаний, можно сделать следующие выводы:

1) в целом инвесторы благоприятно оценивают покупки суверенными фондами акций публичных компаний, что объясняется ростом стоимости компаний в большинстве случаев;

2) руководство компаний позитивно реагируют на возможность получения дополнительной ликвидности, особенно от суверенных институтов;

3) степень изменения стоимости компании не столько зависит от объема сделки (при прочих равных условиях, с учетом рыночной стоимости компании), сколько от других факторов, например, динамика стоимости компании до совершения сделки;

4) чем больше акции компании характеризовались слабой динамикой перед совершением сделки суверенным фондом, тем значимей и позитивней оказывалась реакция рынка;

5) ни одна из инвестиций суверенных фондов фактически не изменила сильную понижательную динамику в 2007–2008 гг. в средне- и долгосрочном периоде;

6) в тех случаях, когда было зафиксировано значимое влияние на стоимость компании, волатильность цен акций не была однородной (гомогенной).

Таким образом, эмпирический анализ влияния инвестиций суверенных фондов на рыночную сто-

существует также гипотеза о том, что суверенные фонды зачастую преследуют цели, не связанные с максимизацией финансовых результатов компании

[4] Агентские издержки – издержки неэффективности управления. Например, суверенный фонд вполне может преследовать свои собственные цели, не совпадающие с интересами акционеров. В такой ситуации последние вынуждены отслеживать и контролировать работу данного фонда, на что тратятся дополнительные и, зачастую, неоправданные средства.

[5] Fotak, Bortolotti and Megginson (2009).

имость компаний показывает, что сегодня суверенные фонды представляют собой крупных и авторитетных институциональных инвесторов, которые играют значимую роль на глобальном рынке капитала. И от того, насколько эффективно будут управляться данные институты, отчасти будет зависеть стабильность многих компаний, доли которых приобретают эти фонды.

...суверенные фонды представляют собой крупных и авторитетных институциональных инвесторов, которые играют значимую роль на глобальном рынке капитала

Литература

1. Beck R., Fidora M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets // European Central Bank Occasional Paper, №91. – July.
2. Bernstein S., Lerner J., Schoar A. (2009). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. – Working Paper // Harvard Business School. – April.
3. Borlotti B., Fotak V., Megginson W. (2008). The financial Impact of SWF Investments in Listed Companies // University of Oklahoma, FEEM. – June.
4. Balding C. A. (2008). Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds // University of California.
5. Kotter J., Lel U. (2008). Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets. – International Finance Discussion Papers, № 940. – August.
6. Dewenter K., Han X., Malatesta P. (2009). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments // University of Washington. – March.

pn

Ruslan K. Ibraev
Postgraduate Student, E.T. Gaidar Institute for Economic Policy, Moscow

Influence of Investments of Sovereign Wealth Funds on a Cost of Companies

Abstract

Research results of an influence of investments of sovereign wealth funds on costs of companies are represented in this work. Used methods and research approaches are described; key conclusions are made, reflecting a significancy of the sovereign wealth funds on a global capital market.

Keywords: sovereign wealth funds, institutional investors, shares, event-analysis, market efficiency