

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ, СВЯЗАННОЙ С НИОКР, РОССИЙСКИМИ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИМИ КОМПАНИЯМИ¹

Найденова Ю.Н.

НИУ «Высшая школа экономики»,

Лаборатория экономики нематериальных активов

Особенностями фармацевтической отрасли являются продолжительность периода исследований и разработок и высокий объем вложений. При столь длительных проектах, то есть со значительным периодом между началом вложений и отдачей от произведенных вложений, возникает сложность с привлечением финансирования. Решением этой проблемы может стать привлечение фармацевтическими компаниями средств с фондового рынка посредством размещения акций. В данном исследовании рассмотрено то, как фармацевтические компании России раскрывают информацию, связанную с научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими разработками (НИОКР), и как инвесторы фондового рынка реагируют на раскрытие информации.

Прежде всего проведен анализ характеристик фармацевтических компаний, обыкновенные акции которых торгуются на российском фондовом рынке. В частности, рассмотрена применяемая ими практика раскрытия информации о НИОКР в финансовой отчетности и в новостной ленте. Далее на основе методологии изучения событий (event study) мы рассмотрели, как инвесторы российского фондового рынка реагировали на выход новой информации, связанной с НИОКР, в новостях компании.

Результаты показывают, что российские фармацевтические компании достаточно полно раскрывают информацию о поздних стадиях научных исследований и разработок. Однако о ранних стадиях исследований компании не информируют инвесторов. Анализ на основе методологии изучения событий показал, что инвесторы российского фондового рынка не склонны реагировать на новости, связанные с НИОКР. Таким образом, наши результаты расходятся с результатами предыдущих исследований, проведенных на данных фондовых рынков США и крупных европейских стран, где зафиксирована положительная реакция.

Следовательно, в целом российские фармацевтические компании в меньшем объеме раскрывают информацию о НИОКР в новостной ленте, чем европейские, что необходимо учитывать, если они будут выходить на зарубежные фондовые рынки. Инвесторы российского фондового рынка не учитывают информацию о достижениях компаний в области НИОКР, хотя именно в результате исследований и разработок фармацевтические компании должны создавать уникальные продукты, за счет которых можно конкурировать между собой и с зарубежными компаниями.

Ключевые слова: раскрытие информации, НИОКР, фармацевтические компании, изучение событий, финансовая отчетность

JEL: G30, G14

Введение

На данный момент в России крайне актуален вопрос импортозамещения. При этом наиболее остро стоит проблема развития производства высокотехнологичных товаров, таких как фармацевтическая продукция. Импорт фармацевтических товаров составляет порядка 4% всего импорта России. При этом фармацевтическая продукция является необходимой с точки зрения уровня жизни населения. Таким образом, развитие фармацевтической промышленности должно быть одним из приоритетных направлений развития экономики страны.

Особенностью фармацевтической отрасли является продолжительность периода исследований и разработок: в среднем он составляет 10–13 лет (McNamara, Badden-Fuller, 2007), и

1. В данной научной работе использованы результаты проекта «Исследование поведения компаний, интенсифицирующих интеллектуальные ресурсы, в условиях неопределенности», выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2015 году.

высокий объем вложений (Кулагина, 2010). При столь длительных проектах (со значительным периодом между началом вложений и отдачей от произведенных вложений) возникает сложность с привлечением финансирования. Так как российская экономика характеризуется высоким уровнем неопределенности, большинство инвесторов требует окупаемости проекта в течение нескольких лет, что невозможно в случае исследований и разработок фармацевтических компаний. Решением этой проблемы может стать привлечение фармацевтическими компаниями средств с фондового рынка посредством размещения акций.

В данной работе мы рассмотрим практику раскрытия информации о научных исследованиях и разработках фармацевтическими компаниями России, обыкновенные акции которых обращаются на фондовом рынке, и то, как выход новой информации, связанной с научными исследованиями и разработками, влияет на цену акций фармацевтических компаний.

Обзор литературы

Раскрытие информации о деятельности компании

Если некоторая деятельность компании может оказывать существенное влияние на ее стоимость, инвесторы компании заинтересованы в том, чтобы своевременно получать полную и исчерпывающую информацию о ней. Компании раскрывают информацию о своей деятельности в рамках финансовых отчетов и в других обязательных документах. Например, компании-эмитенты обязаны раскрывать сведения о существенных фактах по требованию фондовой биржи. Помимо этого, некоторые компании добровольно раскрывают дополнительную информацию на конференциях, в годовых отчетах, пресс-релизах, на интернет-сайтах и в других источниках коммуникации. Кроме того, информация о компаниях может быть раскрыта информационными посредниками, такими как финансовые аналитики, эксперты, в отдельной отрасли и специализированной профессиональной прессой (Healy, Palepu, 2001). Добровольное раскрытие информации о компании позволяет инвесторам более точно спрогнозировать развитие деятельности компании для принятия решений о дальнейшем инвестировании или продаже своей доли, способствует принятию верных стратегических решений.

Идея информационной прозрачности компании широко распространена в теме корпоративного управления. Под информационной прозрачностью подразумевается воспринимаемое качество намеренно распространенной информации о компании, включающее в себя такие аспекты, как уровень раскрытия информации, ее понятность и точность (Schnackenberg, Tomlinson, 2014). В то время как финансовые отчеты отражают финансовые результаты использования ресурсов компании, авторы отмечают низкий уровень раскрытия информации о ресурсах компании, прежде всего нематериальных (Lev, 2003; Zambon and Guenther, 2011). Так как нематериальные ресурсы играют все большую роль в экономике, раскрытие информации о них представляет значительную сложность. На данный момент некоторые консалтинговые компании, такие как AREOPA, предоставляют услуги по оценке нематериальных ресурсов компании. Однако, как правило, эта информация не становится доступной инвесторам фондового рынка. Кроме того, исследователи пытаются на основе общедоступной информации найти прокси-показатели нематериальных ресурсов или объема инвестиций в них (Molodchik, Shakina, Barajas, 2014). Ряд работ показали, что степень информационной прозрачности компании связана со стоимостью используемого капитала (Diamond and Verrecchia, 1991; Leuz and Verrecchia, 2000), поскольку больший уровень раскрытия информации способствует более высокой ликвидности ценных бумаг компании. Соответственно, чем ниже затраты на использование капитала компании при прочих равных, тем выше стоимость компании и ее рыночная капитализация. При этом наиболее актуален данный вопрос для компаний, планирующих размещение ценных бумаг на фондовом рынке и получение средств за счет эмиссионного дохода. Фирма может быть заинтересована в раскрытии информации о своей инновационной деятельности, и прежде всего о достижениях в НИОКР, для того, чтобы инвесторы выше оценивали ее акции, тем самым делая более выгодным привлечение финансирования за счет дополнительного размещения акций (Dedman et al., 2008).

Однако в случае публичных компаний, акции которых принадлежат множеству инвесторов в разных странах, раскрытие детальной информации о НИОКР может иметь и негативные последствия. Поскольку публичные компании размещают информацию о своей деятельности в общедоступных ресурсах (например, в сети Интернет), информация становится доступной также конкурирующим компаниям. Другими словами, раскрытие информации приводит к увеличению рисков фирмы, поскольку разработки могут быть скопированы компаниями-конкурентами, что повлечет за собой падение прибылей компании-новатора (Такер, 2006; Magazzini et al., 2009). Таким образом, компании, акции которых обращаются на фондовом рынке, должны находить баланс между прозрачностью, открытостью компании и защитой интеллектуальной собственности.

В литературе, посвященной инновациям, отмечают, что при анализе уровня рисков необходимо различать инноваторов и имитаторов (Fagerberg, Mowery and Nelson, 2004). Инноваторами считаются компании, которые внедряют инновацию, в то время как имитаторы внедряют и адаптируют инновацию, созданную другой фирмой, в новых условиях. Адаптация к новым условиям является инкрементной инновацией и, возможно, приводит к разработке новых инноваций. Тем не менее имитаторы вкладывают значительно меньше средств в исследование, чем инноваторы. Получение конкурентных преимуществ от инновации с меньшими затратами может дать имитаторам возможность получить большую выгоду от инновации, чем разработчикам идеи. Тис утверждает, что когда продукт можно легко имитировать, прибыли от инноваций могут доставаться собственникам определенных комплементарных активов, а не разработчикам интеллектуальной собственности (Теесе, 1986). В случае слабой защиты интеллектуальной собственности производители-имитаторы с низкими издержками могут в итоге захватить все прибыли от инноваций (Теесе, 1986). 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 (Такер, 2006).

Раскрытие новой информации инвесторам приводит к тому, что их ожидания относительно будущего развития компании меняются и цена акций корректируется. Вследствие чего меняется рыночная капитализация компании. Считается, что на абсолютно эффективном фондовом рынке рыночная капитализация компании должна отражать ее справедливую стоимость (Koller, Goedhart, Wessels, 2010). С теоретической точки зрения при отсутствии транзакционных издержек на фондовом рынке и симметрии информации между компанией и инвесторами, а также при мгновенном распространении информации между инвесторами рыночная капитализация равнялась бы справедливой стоимости компании и менялась при выходе новой информации. Тем не менее, если новость воспринимается как позитивная, способствующая развитию компании, цена акций растет.

Однако, так как даже развитые фондовые рынки не являются абсолютно эффективными, а инновационные компании имеют стимулы не раскрывать или задерживать раскрытие информации о производимых исследованиях и разработках, рыночная капитализация компаний отличается от ее справедливой, фундаментальной стоимости. Представления инвесторов учитывают предположения относительно риска изменения доходности вследствие колебаний цен, политических событий, других макроэкономических событий, и субъективные аспекты отношения инвесторов к определенным активам, которые могут меняться с течением времени (Осадчий, 2007). Теплова и Григорьева (Теплова, Григорьева, 2006) выделяют такие факторы восприятия информации и поведения инвесторов, в результате которых наблюдаемая рыночная капитализация отличается от внутренней фундаментальной стоимости компании, как качество корпоративного управления, качество менеджмента, компетенции персонала.

Раскрытие в отчетности информации о НИОКР

Важным аспектом является регулирование раскрытия информации. Прежде всего такое регулирование нацелено на защиту интересов инвесторов. На данный момент вопрос об обяза-

тельности раскрытия информации о НИОКР является спорным. Исследования показывают, что добровольно раскрытая информация воспринимается фондовым рынком как сигнал о качестве исследований и разработок, в то время как обязательное раскрытие информации не позволяет инвесторам выделить более перспективные фирмы (Macagnan, 2009; Mangena et al., 2010). Тем не менее при необязательном раскрытии информации количество информации, раскрываемой компаниями, существенно снижается (La Rosa, Liberatore, 2014).

Особым вопросом является регулирование раскрытия информации на рынках, где понимание информации о продукте требует специальных знаний, таких как рынок фармацевтических товаров. В этом случае обязательное раскрытие информации позволяет избежать завышенной оценки инновационных компаний (Fishman and Hagerty, 2003; Dedman et al., 2008; La Rosa, Liberatore, 2014). Исследования и разработки фармацевтических компаний проходят ряд доклинических и клинических стадий исследования, по результатам которых регулирующий орган принимает решение о соответствии лекарственного препарата требованиям по уровню качества. В США таким органом является управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (Food and Drug Administration, FDA), в Великобритании – Агентство контроля лекарств и медицинских препаратов (Medicines and Healthcare products Regulatory Agency, MHRA), в России – Росздравнадзор.

Раскрытие информации о НИОКР в отчетности компании зависит от применяемых стандартов. Аналогом термина «расходы на научные исследования и (или) опытно-конструкторские разработки» по Международным стандартам финансовой отчетности (IFRS) и Общепринятым принципам бухгалтерского учета США (US GAAP) является термин «расходы на исследования и разработку» («Research and development expenses»). Отчетность по международным и американским стандартам отличается прежде всего большей детализацией. Поэтому для защиты интересов инвесторов эмитенты акций, котирующихся на наиболее ликвидных секторах российского фондового рынка, обязаны предоставлять отчетность в соответствии с IFRS или GAAP. В рамках этих стандартов расходы на НИОКР также обязательно раскрываются.

В рамках международных стандартов отчетности расходы на исследования и разработку регулируются стандартом IAS 38. При этом расходы на исследование и разработку разделяются на две составляющих – расходы на исследование и расходы на разработку. Исследование определяется как «новое и спланированное исследование, проводимое с целью получения новых научных или технических знаний и понимания» (IAS 38). Расходы, которые несет фирма на стадии исследования, признаются как расходы и списываются. Разработка – это «применение результатов исследований или других знаний при планировании или проектировании производства новых или существенно улучшенных материалов, устройств, продуктов, процессов, систем или услуг до начала их коммерческого производства или использования» (IAS 38). Расходы на разработку капитализируются после того, как будет доказана техническая и коммерческая целесообразность актива для продажи или использования. Это означает, что компания имеет намерение и возможность завершить создание нематериального актива и использовать или продать его и продемонстрировать, как этот актив может генерировать экономические выгоды (IAS 38).

Согласно общепринятым принципам бухгалтерского учета США, расходы на исследования и разработку регулируются стандартом ASC 350. Аналогично международным стандартам финансовой отчетности, расходы, которые несет компания на стадии разработки, списываются как расходы, и не могут быть капитализированы для оценки стоимости созданного нематериального актива. При этом, в отличие от IFRS, расходы на разработку могут быть капитализированы только в случае разработки программного обеспечения. Если предполагается продажа программного обеспечения, то расходы на разработку могут быть капитализированы после подтверждения его технической применимости по ряду критериев (ASC 985-20). Если программное обеспечение разрабатывается для внутреннего использования компании, могут быть капитализированы только расходы, понесенные на этапе разработки приложений (ASC 350-40).

В странах Европы компании также имеют право предоставлять отчетность по локальным стандартам, которые имеют свои отличия. Однако в большинстве стран Европы и в США запрещена капитализация расходов на НИОКР, связанных с фундаментальными исследованиями, а для капитализации расходов на НИОКР на прикладные исследования и разработки требуется выполнения ряда условий (Hall, Oriani, 2006).

Учет по российским стандартам во многом совпадает с международными стандартами. Российские стандарты позволяют и учитывать НИОКР в составе расходов, и капитализировать с дальнейшей постановкой на баланс, а созданный нематериальный актив постепенно амортизируется (Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 27.12.2007 № 153н; Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 19.11.2002 № 115н). Однако отражение в отчетности по МСФО является более подробным, к статьям о расходах на исследования и разработки и о нематериальных активах имеются пояснения. В частности, нематериальные активы делятся на несколько видов, например выделяются нематериальные активы, созданные за счет НИОКР. Что касается расходов на НИОКР, то они выделены из состава операционных расходов и детализируется информация по их структуре.

Анализ реакции фондового рынка на новости о НИОКР

Новости на сайте компании, регулирующих органов или информационных сайтах являются источником дополнительных данных о НИОКР. В отличие от информации из финансовой отчетности, новости могут содержать сведения о стадии, на которой находится исследование. В особенности это интересно для фармацевтической отрасли, в которой препарат должен пройти ряд стадий (рис. 1).

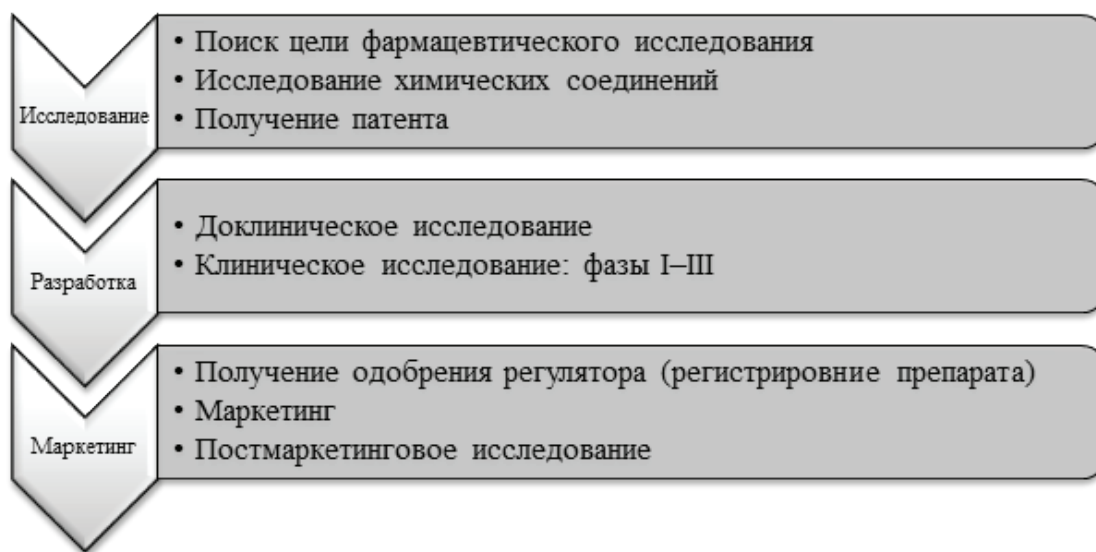


Рисунок 1. Стадии НИОКР в фармацевтической отрасли (составлено по источникам: (Pérez-Rodríguez, López-Valcárcel, 2012; <https://www.takeda.com/research/process>))

Однако реакция инвесторов фондового рынка на эти новости зависит и от содержания новостей, и от особенностей самих инвесторов. В предыдущих работах, посвященных анализу влияния выхода новостей, связанных с НИОКР, в большинстве случаев авторы находили значимую положительную реакцию на новости (табл. 2).

Таблица 2

Исследования о влиянии НИОКР на стоимость акций на основе методологии изучения событий

Автор, год	Выборка	Выводы
Chan, Martin, Kensinger, 1990	95 объявлений компаний США (NYSE, AMEX) из различных отраслей. Период: 1979–1985 годы	Объявления о росте расходов на НИОКР высокотехнологичных фирм сопровождаются положительной аномальной доходностью акций, а для низкотехнологичных фирм – отрицательной. Аномальная доходность выше для высокотехнологичных компаний, с высоким соотношением расходов на НИОКР к выручке

McNamara, Baden-Fuller, 2007	Листинг на биржах NASDAQ, London, Paris, Frankfurt, Milan; 1277 наблюдений. Период: 1996–2003 годы	Инвесторы положительно реагируют на разные стадии исследований. Для малых фирм реакция сильнее на объявления о патентовании и доклинических исследованиях. Проекты, осуществляемые в сотрудничестве, не оказывают влияния на цены акций
Dedman, Lin, Prakash, Chang, 2008	22 биотехнологические фирмы Великобритании, 165 объявлений. Период: 1990–1998 годы	Фирмы чаще раскрывают хорошие новости, чем плохие. Фирмы чаще раскрывают поздние стадии исследований, чем ранние. Реакция на новости различна для крупных доминирующих фирм и фирм меньшего размера
Saad, Zantout, 2009	218 объявлений компаний США (CRSP) из 61 подотрасли. Период: 1982–2004	Прекращение исследовательских проектов ведет к снижению цен акций в период объявления. Эффект наиболее силен для акций роста, малых фирм и фирм с низким операционным денежным потоком. Портфельный анализ не дал устойчивых результатов

Однако ранее анализ проводился на развитых рынках, и положительное восприятие фондовым рынком исследований и разработок компании наблюдалось не всегда, а лишь для отдельных отраслей или масштабов компаний.

Постановка исследовательской проблемы и методология

В данной работе мы рассмотрим, какую информацию о НИОКР раскрывают фармацевтические компании России, являющиеся эмитентами обыкновенных акций, и как эту информацию воспринимают инвесторы российского фондового рынка.

Основываясь на результатах исследований, проведенных на развитых фондовых рынках, мы можем выдвинуть следующие гипотезы:

Гипотеза 1. *Российские фармацевтические компании раскрывают больше информации о поздних стадиях исследований (клинических исследованиях), чем о ранних (исследованиях химических соединений и доклиническом исследовании).*

Гипотеза 2. *Крупные компании в большей степени раскрывают информацию о НИОКР в новостной ленте.*

Гипотеза 3. *Новости о вложениях в НИОКР или о достижении результатов в НИОКР приводят к росту цены акций.*

Анализ реакции инвесторов фондового рынка на новости проводится с помощью методологии изучения событий (event study). С теоретической точки зрения в основе методологии изучения событий лежит предпосылка об эффективности фондового рынка, на основе данных которого проводится анализ. В связи с чем анализ влияния новостей о НИОКР на цену акций на развивающихся рынках имеет свои ограничения. С другой стороны, компании в развивающихся странах также придают меньшее значение раскрытию информации, в результате чего наблюдается небольшое количество новостей. Тем не менее на российском рынке уже проводились исследования с использованием методологии изучения событий, но рассматривались другие новости (Теплова, 2008; Яворская, 2013; Погожева, 2013).

Для проведения исследования на основе методологии изучения событий мы использовали следующие параметры:

- Рыночная модель нормальной доходности. Данная модель, которая связывает доходность актива (R_{it}) с доходностью рыночного портфеля (R_{mt}):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Данная модель является наиболее распространенной в исследованиях с помощью методологии изучения событий. И хотя в теоретических работах предлагаются более сложные модели оценки нормальной доходности, для эмпирического тестирования предпочтительной является более простая модель (MacKinlay, 1997).

- В качестве бенчмарка в модели нормальной доходности использована доходность индекса Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). Как правило, в исследо-

ваниях используется доходность индекса соответствующего фондового рынка в целом или индекса отдельной отрасли. Хотя использование индекса фармацевтической отрасли позволило бы исключить влияние событий других фармацевтических компаний более точно, оно невозможно, так как при небольшом количестве компаний события каждой из них влияют на индекс отрасли в значительной степени. Следовательно, будет исключено влияние не только событий других компаний, но и анализируемой компании.

- В качестве периода анализа реакции (так называемого окна события) будет использован период в один день – день события. В исследованиях на развитых рынках также используются более продолжительные окна, для того чтобы отразить возможность распространения информации до ее официального выхода и не мгновенной реакции инвесторов. Тем не менее в связи с невысокой ликвидностью акций на фондовом рынке, мы сконцентрируемся на анализе реакции непосредственно в день события.

Данные для исследования

Для проведения исследования, были отобраны российские фармацевтические компании, являющиеся эмитентами обыкновенных акций. Среди них можно выделить компании, для которых производство фармацевтической продукции является основным видом деятельности (код 244 согласно классификатору ОКВЭД). Анализ показал, что на конец 2013 года в России существовало более 8500 компаний, одним из направлений деятельности которых являлось производство фармацевтических продуктов; из них для 1157 компаний фармацевтическая деятельность является основной. При этом на Московской фондовой бирже обращаются обыкновенные акции лишь незначительной доли этих компаний (рис. 2), большинство компаний не являются публичными.

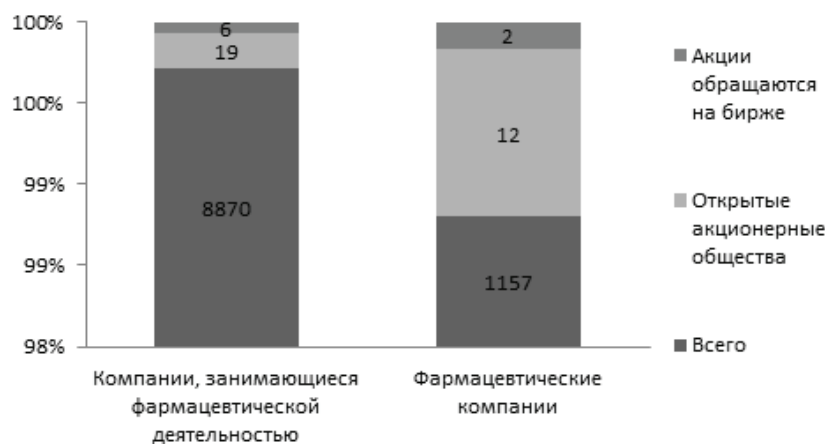


Рисунок 2. Количество фармацевтических компаний России в 2013 году. Источник: база данных Ruslana агентства Bureau Van Dijk.

В таблице 2 представлено описание деятельности российских компаний, занимающихся фармацевтической деятельностью, акции которых обращаются на фондовой бирже. Согласно классификатору ОКВЭД, компании ОАО «Верофарм» и ОАО «Фармсинтез» занимаются производством фармацевтических товаров, остальные компании сфокусированы на продаже или отнесены к прочим видам деятельности.

Таблица 2

Описание российских компаний, занимающихся фармацевтической деятельностью, акции которых обращались на фондовой бирже в 2013 году

Название компании	Описание деятельности	ОКВЭД 2008, основной код
ОАО «Верофарм»	Производство таблетированных форм, ампульной продукции вакуумного наполнения, лейкопластырной продукции	244000

ОАО «Фармсинтез»	Создание и производство лекарственных препаратов	244210
ОАО «Диод»	Разработка и выпуск инновационных лекарственных средств на основе природного сырья, биологически активных добавок, лечебной косметики, медицинской техники	332040
ОАО «Протек»	Оптовая реализация лекарственных средств	514600
ОАО «Фармстандарт»	Выпуск фармацевтических препаратов и торговля ими	514610
ОАО «ИСКЧ»	Научные разработки в области клеточных технологий.	851400

Офисы большинства компаний находятся в Москве, ОАО «Фармсинтез» зарегистрировано в Санкт-Петербурге, ОАО «Фармстандарт» – в Московской области. Публичное размещение акций компаний происходило в период с 2006 по 2010 год. При этом ОАО «Верофарм» в конце 2014 года было куплено корпорацией Abbott, в связи с чем собрание акционеров компании приняло решение о делистинге акций.

Все компании основаны относительно недавно, в конце 1990-х, начале 2000-х годов. На IPO компании выходили с 2006 по 2010 год (табл. 3).

Таблица 3

Биржевая информация по российским фармацевтическим компаниям, 2013 год

Название компании	Дата основания	Дата IPO	Рыночная капитализация, млн руб.	Акции в обращении, тыс. шт.	Число дней торгов в месяц
ОАО «Протек»	11.10.2002	27.04.2010	25 841	527 143	21
ОАО «Фармстандарт»	25.03.2003	14.03.2007	44 369	37 793	14
ОАО «Верофарм»	21.01.1997	26.04.2006	9 466	10 000	21
ОАО «Диод»	16.02.1994	09.06.2010	360	91 500	20
ОАО «ИСКЧ»	27.11.2003	23.05.2006	1 460	75 000	21
ОАО «Фармсинтез»	09.03.1996	24.11.2010	1 216	71 519	20

Основные финансовые характеристики фармацевтических компаний представлены в таблице 4. Среди публичных компаний большинство на конец 2013 года показали положительную чистую прибыль. Рентабельность собственного капитала компаний (рассчитанная на основе чистой прибыли) значительно варьируется. Также отметим, что акции двух компаний торгуются по цене ниже балансовой стоимости.

Таблица 4

Основные финансовые коэффициенты российских фармацевтических компаний, 2013 год

Название компании	Рыночная капитализация / чистая прибыль	Рыночная капитализация / собственный капитал	Выручка от реализации, млн руб.	Итого активы, млн руб.	ROE, %
ОАО «Протек»	13,37	1,07	139 311	69 327	8,00
ОАО «Фармстандарт»	3,72	1,53	56 431	62 607	41,00
ОАО «Верофарм»	15,47	1,04	5 269	13 323	6,72
ОАО «Диод»	3,75	0,27	634	2 004	7,14
ОАО «ИСКЧ»	127,47	1,94	402	1 123	1,52
ОАО «Фармсинтез»	-356,84	0,60	351	2 488	-0,17

Результаты исследований

Все компании публикуют отчетность по стандартам МСФО. При этом их политика учета НИОКР различается. Все компании, кроме ОАО «Верофарм», раскрывают в отчетности расходы на НИОКР. Кроме того, компании «Фармстандарт», «Верофарм», «Институт Стволо-

вых Клеток Человека» и «Фармсинтез» капитализируют расходы на НИОКР и учитывают их в составе нематериальных активов компании. В основном компании сохраняют расходы на НИОКР на относительно постоянном уровне. У компании «ДИОД» есть тренд на снижение расходов на НИОКР в последние несколько лет.

Компании значительно различаются по интенсивности вложений в НИОКР (табл. 5). Для компании «Фармстандарт» в 2013 году наблюдается более высокое значение расходов на НИОКР, чем обычно. При этом доля НИОКР в выручке около 50% для компании «Фармсинтез» является типичной.

Таблица 5

Расходы на НИОКР и затраты на разработку, 2013 год

	НИОКР/выручка, %	Разработки / активы, %
ОАО «ПРОТЕК»	0,0354	-
ОАО «Фармстандарт»	0,2989	0,4458
ОАО «Верофарм»	-	4,0306
ОАО «Диод»	0,1935	-
ОАО «ИСКЧ»	5,4347	2,1203
ОАО «Фармсинтез»	52,8406	0,2571

Помимо раскрытия информации в отчетности компании публикуют новости на сайте, в том числе связанные с исследованиями и разработками. Анализ новостной ленты с помощью базы данных Factiva показал, что компании предоставляют информацию преимущественно о поздних стадиях НИОКР и презентации результатов на конференциях и семинарах или публикации статей в научных журналах. По уровню раскрытия информации среди фармацевтических компаний выделяется «ИСКЧ», в то время как «Фармстандарт» и «Верофарм» предпочли не раскрывать информацию, связанную с НИОКР (табл. 6).

Таблица 6

Количество новостей, связанных с НИОКР, по категориям, начиная с даты IPO

	Количество НИОКР, всего	Обсуждение препарата на конференции, семинаре, в журнале	Клиническое исследование	Одобрение регулятором	Получение патента
ОАО «ПРОТЕК»	1		1		
ОАО «Фармстандарт»	0				
ОАО «Верофарм»	0				
ОАО «Диод»	1			1	
ОАО «ИСКЧ»	21	9	2	7	3
ОАО «Фармсинтез»	4	1	2		1

Для проведения анализа реакции фондового рынка на раскрытие новостей была применена методология изучения событий. При этом часть наблюдений были исключены из анализа, так как новость публиковалась в неторговый день. Как видно из таблицы 7 (в среднем и по категориям), связанные с НИОКР новости не оказывают значительного влияния на цену акций российских фармацевтических компаний. Более того, презентация результатов исследований на конференциях и в журналах и новости о клиническом исследовании в ряде случаев приводят к отрицательной избыточной доходности.

Таблица 7

Результаты анализа влияния выхода новостей

Категория событий	Средняя избыточная доходность	Стандартное отклонение	Количество наблюдений
Все новости	0,089	0,586	20
Обсуждение препарата на конференции, семинаре, в журнале	-0,201	1,303	8

Клиническое исследование	-0,243	0,932	4
Одобрение регулятором	0,546	0,626	8

Выводы

Среди российских фармацевтических компаний процедуру публичного размещения прошли компании «Фармстандарт», «Институт стволовых клеток человека», «Протека», «Фармсинтез», «Диод» и «Верофарм». При размещении акций на фондовом рынке компании обязаны раскрывать отчетность. Кроме того, компании предоставляют инвесторам дополнительную информацию посредством размещения новостей о ходе исследований и разработок.

Все компании раскрывают отчетность в соответствии с международными стандартами. При этом расходы на НИОКР как списываются, так и капитализируются различными компаниями. То есть в рамках финансовой отчетности российские фармацевтические компании предоставляют довольно детализированную информацию. Информация в новостной ленте также раскрывается в разной степени. Две компании с даты IPO не опубликовали ни одной новости о проведении исследований внутри компании, в то время как ОАО «ИСКЧ» с регулярно публикует информацию о научной активности и презентации полученных результатов.

Российские фармацевтические компании достаточно полно раскрывают информацию о поздних стадиях научных исследований и разработок, прежде всего об их завершении и представлении результатов. Однако о ранних стадиях исследований компании не информируют инвесторов. Это подтверждает гипотезу 1 и может объясняться тем, что на развивающемся фондовом рынке инвесторы ориентированы на краткосрочные инвестиции и долгосрочные инвестиции слабо влияют на цену акций. При этом отсутствие публикации новостей о ранних стадиях исследований и разработок может свидетельствовать о недоверии компаний к законодательным способам защиты интеллектуальной собственности. С другой стороны, возможно, отсутствие новостей о ранних стадиях НИОКР связано с тем, что крупные компании склонны расширять портфель разработок за счет поглощения некрупных компаний, имеющих перспективные разработки.

Интересен тот факт, что из представленных компаний, крупные компании реже раскрывают информацию в новостной ленте, чем компании меньшего размера. Таким образом, гипотеза 2 не подтвердилась. Что касается капитализации или списания расходов на НИОКР, то здесь взаимосвязь с размером компании не выявлена.

Дальнейший анализ показал, что инвесторы российского фондового рынка не склонны реагировать на новости, связанные с НИОКР. Следовательно, гипотеза 3 также не нашла подтверждения. Отсутствие реакции фондового рынка на новости об инвестициях или достижениях компании в НИОКР расходится с результатами предыдущих исследований, рассмотренных в анализе литературы. Главным отличием данного исследования от предыдущих является то, что те были проведены на развитых фондовых рынках. Возможно, сыграла роль низкая ликвидность фондового рынка в целом и акций рассмотренных компаний в частности. Например, в случае двух новостей ОАО «ИСКЧ» цена акций в день новости не изменилась, несмотря на то что эти дни были торговыми.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что в целом российские фармацевтические компании в меньшем объеме раскрывают информацию о НИОКР в новостной ленте, чем европейские, и это необходимо учитывать, если они будут выходить на зарубежные фондовые рынки. Инвесторы российского фондового рынка не учитывают информацию о достижениях компаний в области НИОКР, хотя именно в результате исследований и разработок фармацевтические компании должны создавать уникальные продукты, за счет которых можно конкурировать между собой и с зарубежными компаниями.

В связи с тем что исследование сфокусировано на отдельной отрасли в России, данных для анализа немного. Прежде всего отметим, что для более точных выводов о влиянии раскрытия информации о НИОКР в финансовой отчетности компании на цену акций необходимо ис-

пользование регрессионного анализа. Однако на данный момент это невозможно, поскольку в России фармацевтические компании лишь недавно прошли IPO. И их количество невелико. Анализ с помощью методологии изучения событий также ограничен небольшим количеством данных. Анализ может быть расширен за счет рассмотрения большего количества отраслей, но в этом случае различия между компаниями выборки значительно усилятся. Кроме того, мы понимаем, что реакция фондового рынка на выход новости может быть замедленной или зависеть от характеристик компании или содержания новости.

Список литературы

1. Кулагина С.В. Место российской фармацевтической промышленности на мировом фармацевтическом рынке // Экономические науки. 2010. № 12, т. 73. С. 97–100.
2. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38 «Нематериальные активы» (ред. от 17.12.2004) // Документ опубликован не был. Источник – СПС «КонсультантПлюс».
3. Осадчий Н.М. Российский фондовый рынок: стоимость, структура, динамика // Мировая экономика и международные отношения. 2007. № 12. С. 35–44.
4. Погожева А.А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам // Корпоративные финансы. 2013. № 2 (26). С. 35–49.
5. Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 19 ноября 2002 года № 115н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы» ПБУ 17/02 (ред. от 18.09.2006) // Документ опубликован не был. Источник – СПС «КонсультантПлюс».
6. Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 27 декабря 2007 года N 153н «об утверждении положения по бухгалтерскому учету «учет нематериальных активов» ПБУ 14/2007 (ред. от 24.12.2010) // Документ опубликован не был. Источник – СПС «КонсультантПлюс».
7. Такер Р. Инновации как формула роста: Новое будущее ведущих компаний. М.: Олимп-бизнес, 2006. – 224 с.
8. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. 2008. №2. С. 1–15.
9. Теплова Т.В., Григорьева Т.И. Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы. М. ГУ ВШЭ, 2006. – 605 с.
10. Яворская А.В. Оценка влияния кросс-листинга на рыночную стоимость российских компаний // Корпоративные финансы. 2013. № 3 (27). С. 45–54.
11. Chan, S.H., Martin, J.D. and Kensinger, J.W. (1990), Corporate Research and Development Expenditures and Share Value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (Aug. 1990), pp. 255–276.
12. Dedman, E., Lin, S., Prakash, A., and Chang, C. (2008), Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector, *Journal of Accounting and Public Policy*, 3, pp. 195–216.
13. Diamond, D.W., and Verrecchia, R.E. (1991), Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1325–1359.
14. Fagerberg, J., Mowery, D. and Nelson, R.R. (Eds.), (2004), *The Oxford Handbook of Innovation*, Oxford University Press, Oxford, p. 680.
15. Fishman, M.J., and Hagerty, K.M. (2003), Mandatory versus voluntary disclosure in markets with informed and uninformed customers, *The Journal of Law, Economics and Organization*,

Vol. 1, pp. 45–63.

16. Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001), Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of accounting and economics*, Vol. 31, No. 1, pp. 405–440.
17. Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2010), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition, McKinsey & Company Inc., p. 840.
18. La Rosa, F., and Liberatore, G. (2014), Biopharmaceutical and chemical firms' R&D disclosure, and cost of equity: The impact of the regulatory regime, *European Management Journal*, Vol. 32, pp. 806–820.
19. Leuz, C., and Verrecchia, R.E. (2000), The Economic Consequences of Increased Disclosure, *Journal of Accounting Research*, No. 38 (supplement), pp. 91–124.
20. Lev, B. (2003), Remarks on the Measurement, Valuation, and Reporting of Intangible Assets, *FRBNY Economic Policy Review*, September 2003, pp. 17–22.
21. Macagnan, C.B. (2009), Voluntary disclosure of intangible resources and stock profitability, *Intangible Capital*, Vol. 1, pp. 1–32.
22. MacKinlay A.G. (1997), «Event Studies in Economics and Finance», *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, pp. 13–39.
23. Magazzini, L., Pammolli, F., Riccaboni, M., and Rossi, M.A. (2009), Patent disclosure and R&D competition in pharmaceuticals, *Economics of Innovation and New Technology*, Vol. 18, No. 5, July 2009, pp. 467–486.
24. Mangena, M., Pike, R., and Li, J. (2010), *Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on the Cost of Equity Capital: UK Evidence*, Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
25. Mc Namara, P., and Baden-Fuller, C. (2007), Shareholder returns and the exploration–exploitation dilemma: R&D announcements by biotechnology firms, *Research Policy*, Vol. 36, pp. 548–565.
26. Molodchik, M.A., Shakina, E.A., and Barajas, A. (2014), Metrics for the elements of Intellectual Capital in an Economy driven by Knowledge, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 15, No. 2, pp. 206–226.
27. Pérez-Rodríguez, J.V., and González López-Valcárcel, B. (2012), Does innovation in obesity drugs affect stock markets? An event study analysis, *Gaceta Sanitaria*, Vol. 26, No. 4, pp. 352–359.
28. Saad, M., and Zantout, Z. (2009), Stock price and systematic risk effects of discontinuation of corporate R&D programs, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 16, pp. 568–581.
29. Schnackenberg, A., and Tomlinson, E. (2014), Organizational Transparency: A New Perspective on Managing Trust in Organization-Stakeholder Relationships, *Journal of Management*, March 10.
30. Takeda Pharmaceutical Company Limited «Drug Discovery Processes», available at: <https://www.takeda.com/research/process>.
31. Teece, D.J. (1986), Firm boundaries, technological innovation, and strategic management, *The Economics of Strategic Planning: Essays in Honor of Joel Dean*, pp. 187–199.
32. Zambon, S., and Guenther, T.W. (2011), Special issue: Measuring and managing intangibles for accounting use, *J Manag Control*, No. 22, pp. 237–239.