

П. Г. Шабалин

аспирант департамента финансов Национального исследовательского университета — Высшая школа экономики (Москва)

ВЛИЯНИЕ ВАРИАЦИИ ПРАВ ГОЛОСА НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Введение

Отклонение от правила «одна акция — один голос» является одним из механизмов усиления контроля и достаточно распространено как на развитых, так и на развивающихся рынках. Данному вопросу уделяется пристальное внимание в академической среде. При этом в ранних работах исследователи сосредотачивали свое внимание на причинах возникновения агентского конфликта в компаниях со структурой капитала типа *dual-class*. В то же время существование агентского конфликта порождает возникновение стоимостных аномалий, которые проявляются в соотношении рыночных цен акций разных классов. Факторы, влияющие на данные различия в ценообразовании, стали интенсивно исследоваться только в последние годы. Поэтому одной из целей нашей работы является анализ данных факторов в компаниях со структурой *dual-class* с привлечением широкого спектра как теоретических, так и эмпирических работ. С другой стороны гораздо меньшее внимание исследователи уделяют анализу структур *dual-class* с использованием привилегированных акций. В данной работе мы рассмотрим качественные и количественные характеристики рынка привилегированных акций в разных странах, в том числе проанализируем дисконт рыночной стоимости. Разница цен между голосующими и не голосующими акциями отражает премию за контроль (Damodaran, 2012). Мы проведем исследование ценовых аномалий в компаниях с типом структуры *dual-class* на основе обыкновенных и привилегированных акций на основе анализа цен двух классов акций по странам мира, в том числе в отраслевом разрезе. Поскольку в ряде стран существует законодательный запрет на создание структур типа *dual-class* с разными правами голоса (в том числе в России), единственной альтернативой остается использование привилегированных акций. Поскольку в России привилегированные акции являются единственной альтернативой такого рода, мы проанализируем российский рынок привилегированных акций, а также некоторые факторы, влияющие на различия в ценах акций разных классов.

Распространенность механизмов усиления контроля в мире

Механизмы усиления контроля (*англ.* Control Enhancing Mechanisms — СЕМ) являются на современном этапе широко распространенными инструментами, применяемыми в корпоративной практике. Среди наиболее распространенных примеров реализации СЕМ следует отметить создание пирамидальных структур собственности, выпуск акций с разными правами голоса, а также объединение акционеров в коалиции. Преобладание того или иного варианта реализации СЕМ варьируется

в разных странах. Так, например, в Европе преобладают пирамидальные структуры (Vermuelen, 2012), где используются акции с разными правами голоса (табл. 1).

Таблица 1

Распространенность СЕМ в странах Европы

СЕМ	Доступность, %	Фактическое применение, %
Пирамидальная структура собственности	100	75
Акционерное соглашение	100	69
Перекрестное владение	100	31
Более высокий процент согласия, необходимый для принятия решения	87	Н. д.
Акции с несколькими правами голоса	50	44

Источник: Vermuelen, 2012.

Доступность акций с несколькими правами голоса в европейских странах ниже, чем возможность использования пирамидальных структур, что связано с законодательными ограничениями.

Редкость пирамидальных структур в США обусловлена историческими законодательными инициативами Рузвельта в середине 1930-х гг., закрепившими налогообложение внутригрупповых дивидендов, а также прямой запрет на использование пирамидальных структур в газовом бизнесе и электроэнергетике (Kandel et al., 2013).

Относительно возможности использования структур с несколькими классами акций на развитых и развивающихся рынках регуляторы предоставляют разный объем прав компаниям-резидентам. С одной стороны, компании с несколькими классами акций широко распространены в США, с другой стороны в данной юрисдикции запрет на их использование сохранялся с 1924 по 1986 г. Аналогично в Японии запрет был снят позднее в 2005 г. — через 60 лет после его установления. Запрет на выпуск акций с несколькими правами голоса в Италии был отменен только в августе 2015 г. (Venturuzzo, 2015). При этом исследователи приходят к выводу, что регуляторы в Европе конкурируют за инвесторов, предоставляя все большую гибкость в области использования СЕМ. В Швеции использование акций с несколькими правами голоса является очень распространенной практикой. По данным на 2010 г. 255 шведских компаний имели такую структуру капитала, что представляет примерно 50% всех компаний, входящих в листинг Стокгольмской биржи. При этом для Швеции применимы 4 основные модели корпоративного контроля: 1) модель контролирующего собственника, 2) модель распыленной собственности с контролем менеджмента, 3) модель, в которой компания является дочерним обществом иностранной компании, 4) модель закрытой компании (*private equity*). В результате либерализации финансовых рынков в 80-е гг. в Европе регуляторы стали ориентироваться на британскую модель распыленной собственности, однако число компаний с такой структурой капитала и владения в Швеции не увеличилось, но модель контролирующего собственника также начинает терять свои позиции, уступая место 3 и 4 моделям, что в целом ведет к «эрозии» национального фондового рынка в результате ориентации на британскую модель, не учитывающую исторические и институциональные особенности национальной корпоративной практики (Henrekson, 2012).

Вариантами реализации СЕМ могут быть использование акций с несколькими правами голоса, с ограничением прав голоса, без права голоса, а также ограничение количества голосов на одного акционера (*voting cap*) (табл. 2).

Таблица 2

Допустимые отклонения от правила «одна акция – один голос»

№	Выпуск акций	Возможность выпуска	Юрисдикция
1	С несколькими правами голоса	Разрешен	Аргентина, Дания, Финляндия, Франция (акции с правом двойного голоса при владении более 2 лет), Италия (акции с почти двойным правом голоса при владении более 2 лет), Новая Зеландия, Норвегия, Швеция, Турция, США
		Запрещен	Австралия, Германия, Гонконг, Китай, Венгрия, Израиль, Япония, Корея, Сингапур
2	С ограниченным правом голоса	Разрешен	Аргентина, Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Канада, Чили, Чехия, Дания, Эстония, Финляндия, Франция (максимум 50%), Германия, Греция, Гонконг, Китай, Венгрия, Исландия, Индия, Индонезия, Ирландия, Италия (максимум 50%), Япония (максимум 50%), Корея (максимум 25%), Люксембург (максимум 25%), Мексика (максимум 25%), Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Португалия, Саудовская Аравия, Сингапур, Словакия, Словения, Испания, Швеция, Швейцария, Турция, Великобритания, США
		Запрещен	Израиль, Сингапур
3	Без права голоса	Разрешен	Аргентина, Австрия, Бельгия (максимум 1/3), Бразилия (максимум 50%), Чили, Чехия, Дания, Эстония, Финляндия, Германия (максимум 50%), Греция, Гонконг, Китай, Венгрия, Исландия, Индия, Индонезия, Ирландия, Израиль
		Запрещен	Австралия, Франция
4	Без права голоса и преимущественного права на дивиденды	Разрешен	Гонконг, Китай, Япония, Новая Зеландия, Турция, США
		Запрещен	Аргентина, Германия, Испания, Швейцария, Великобритания
5	Ограничение максимального количества голосов на одного акционера	Разрешен	Аргентина, Бельгия, Дания, Финляндия, Франция, Италия (для приватизированных государственных компаний и кооперативов), Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Словакия, Испания, Швеция, Швейцария, Турция, Великобритания, США
		Запрещен	Германия, Израиль, Япония

Источник: OECD Corporate Governance Factbook, 2015.

Анализ показывает, что регуляторы большинства стран допускают выпуск акций с несколькими правами голоса. В то же время в большинстве стран допускается выпуск акций с ограниченными правами голоса с одновременным преимущественным правом на получение дивидендов – привилегированных акций. При этом общий объем выпуска акций с ограниченными правами голоса в ряде стран

не может превышать 25 или 50% от величины собственного капитала компании. В Аргентине, Германии, Испании, Швейцарии и Великобритании выпуск акций без права голоса и без преимущественного права на дивиденды не допускается. В Индии выпуск акций с разными правами голоса допускается, однако их доля не может превышать 25% от общей суммы выпущенных акций (Jadhav, 2012). В Китае существует более двух классов акций, деление на которые происходит в зависимости от того, где торгуются бумаги, типа валюты котировок и, а также доступности для иностранных инвесторов. Подчеркнем, что акции разных классов в Китае предоставляют одинаковое право голоса и право на получение дивидендов (справедливо, по крайней мере, в отношении основных двух классов А и В). Единственное различие заключается в том, кто имеет право владеть акциями (Yao, 2014). Выделяются следующие классы акций (Complete guide to Chinese share classes and China ETF investing): класс А – китайские компании, зарегистрированные в Китае и торгуемые в Шанхае или Шеньчжэне, номинированные в юанях; класс В – китайские компании, зарегистрированные в Китае и торгуемые в Шанхае, номинированные в долларах США, или торгуемые в Шеньчжэне и номинированные в гонконгских долларах (акции данного класса могут приобретать иностранные инвесторы); класс Н – китайские компании, зарегистрированные в Китае и торгуемые в Гонконге; класс Red Chips – государственные китайские компании, зарегистрированные за пределами Китая (в основном в Гонконге) и торгуемые в Гонконге; класс Р – частные китайские компании, зарегистрированные за пределами Китая, в основном в офшорах (Каймановы острова, Бермуды и т. д.), торгуемые в Гонконге; класс N – китайские компании, зарегистрированные за пределами Китая и входящие в листинг одной из бирж США NYSE или NASDAQ. В отношении акций класса А отметим, что в 2005 г. была проведена реформа, которая существенным образом изменила корпоративный ландшафт в стране (Liao et al., 2014). До момента начала реформы существовали два типа акций класса А – торгуемые и не торгуемые, при этом обращение не торгуемых акций на вторичном рынке было законодательно запрещено. Доля торгуемых акций в общей структуре капитала китайских компаний была крайне ограниченной (в среднем $\frac{1}{3}$), а основным владельцем не торгуемых бумаг было государство. Реформа 2005 г. предусматривала конвертацию всех не торгуемых акций в торгуемые инструменты фондового рынка с соответствующими выплатами миноритарным держателям торгуемых акций. Предусматривался период в 12 месяцев, в течение которого владельцы не торгуемых бумаг не имели права продавать свои акции на открытом рынке. Важно подчеркнуть, что до момента начала реформы контролирующие собственники не были заинтересованы в росте рыночной стоимости акций, принадлежащих миноритариям, и выводили активы через прямые продажи или закупки у связанных компаний, предоставление займов и т. д., используя контроль для получения личных выгод. В результате рыночные инвесторы, понимая, что контролирующие собственники не ориентированы на долгосрочный рост стоимости компании, приобретали акции с учетом краткосрочного горизонта инвестирования в спекулятивных целях, совершая огромное количество сделок. Как следствие объем торгов бирж Шанхая и Шеньчжэна был искусственным образом завышен в несколько раз по сравнению с фундаментальными значениями (см. там же).

В России компания «ОАО Транснефть» имеет структуру собственного капитала, похожую на структуру капитала китайских компаний до начал реформы 2005 г., поскольку лишь 25% акционерного капитала, представленного привилегированными акциями, обращается на фондовом рынке, большая же часть принадлежит государству и не торгуется.

Влияние СЕМ на рыночную оценку компании

Эмпирические исследования в целом подтверждают тезис о том, что разделение прав на денежные потоки и контроль в компании приводит к агентской проблеме, что выражается в потере стоимости акций, не обладающих преимущественными правами голоса, и, как следствие, к дисконту стоимости для компании в целом. Дисконт рыночной стоимости компаний, использующих СЕМ, обосновывается теоретически и подтверждается эмпирически и на развивающихся рынках (Connelly et al., 2012). Существуют модельные обоснования неэффективности разделения прав на денежные потоки и прав голоса. В предельном случае, когда голоса могут торговаться отдельно от акций на рынке, эффективность по Парето в решениях модели не наблюдается (Dekel et al., 2012). Косвенным свидетельством неэффективности при разделении прав на денежные потоки и прав голоса является использование арбитражной возможности, которую можно реализовать, продавая акции компании, а затем приобретая на открытом рынке права голоса (торгуемые отдельно от акций) для голосования за решения, снижающие рыночную стоимость компании (Brav et al., 2011). Существование такой возможности свидетельствует о неэффективности разделения прав голоса и прав на денежные потоки в контексте общей рыночной оценки стоимости компании. Одной из возможных причин существования сравнительного дисконта стоимости компаний с СЕМ может являться увеличение стоимости заимствования (Lin et al., 2011), что приводит к увеличению общей стоимости капитала компании и падению ее стоимости. Данный эффект возникает в результате возрастающих издержек банка на проведение кредитного мониторинга и, как следствие, увеличение кредитного риска компании. С другой стороны стоимость собственного капитала в компаниях с СЕМ также может быть выше, поскольку миноритарные акционеры требуют компенсации за риск экспроприации (LaPorta et al., 2000). При этом существует асимметрия в отношении оценки риска экспроприации со стороны кредиторов и миноритарных акционеров, поэтому компании с пирамидальной структурой собственности в среднем имеют более высокий левэридж, что объясняется нежеланием контролирующего собственника увеличивать дисконт стоимости компании еще больше в случае привлечения дополнительного дорогого акционерного миноритарного капитала (Paligorova et al., 2012). Риск экспроприации можно рассматривать и как риск управления активов фирмы в интересах контролирующего собственника, когда выгодная для компании продажа непрофильных активов не производится, и такие активы используются для извлечения частных выгод (Nguyen et al., 2013). Сравнительный дисконт еще более увеличивается в случае, если менеджеры компании являются одновременно контролирующими собственниками и находятся на своих позициях дольше, чем в среднем в других аналогичных компаниях (Vaulkaran, 2014). Потеря стоимости может быть связана с отсутствием у несменяемых менеджеров интереса к оптимизации бизнес-процессов компании, в том числе оптимизации налогообложения (McGuire et al., 2014).

Отсюда, в ряде работ, посвященных проблемам приватизации государственных компаний в Европе, прямо указывается, что контролирующий акционер, желающий сохранить контроль над компанией, выходящей на IPO, потеряет часть стоимости своей компании, если будет использовать СЕМ. Поэтому в Испании, Португалии и Греции после проведения гипотетической приватизации государственных компаний собственники впоследствии должны убедить потенциальных инвесторов, что эти компании не будут контролироваться с использованием пирамидальных структур (Venezze, 2014).

Величина дисконта стоимости компаний со структурой типа dual-class напрямую зависит от канала, по которому осуществляется извлечение частных выгод (Amoako-Adu et al., 2013). Теоретически существуют два типа трансфера ресурсов компании контролирующим собственником для получения личных выгод: трансфер 1 типа, когда контролирующий собственник получает выгоды напрямую путем мошенничества, продажи активов компании, использования трансфертного ценообразования, выплаты избыточных компенсаций и т. д., и трансфер 2 типа, включающий такие инструменты, как выпуск разводняющих акций, инсайдерская торговля и т. д. (Johnson et al., 2000). Эмпирические исследования на развитых рынках указывают, что дисконт стоимости максимален в случае выплаты генеральному директору CEO избыточной компенсации и не зависит от вариации капитальных расходов (в том числе избыточной) (Amoako-Adu et al., 2013). Эмпирические исследования на развивающихся рынках, в частности на рынке Китая, подтверждают существование трансфера выгод 1 типа, при этом интересен тот факт, что существует положительная корреляция между государственной собственностью, количеством заседаний совета директоров и трансфером ресурсов в личных целях контролирующего собственника (Shan, 2013).

Величина дисконта в семейных компаниях, использующих СЕМ, отличается от аналогичного параметра в компаниях, не контролируемых семьей. Эмпирические исследования показывают, что в среднем 19% компаний по всему миру относятся к семейно-контролируемым бизнес-группам, на развивающихся рынках в ряде случаев этот показатель выше — до 40% (Masulis et al., 2011). При этом 1/3 семейных компаний имеет четкую горизонтальную структуру с прямым владением контролирующей семейной компании, а у 2/3 структура владения имеет форму пирамиды. При этом 15% семейных компаний используют акции с разным уровнем голосующих прав. Даже несмотря на то, что контролирующий собственник в семейных компаниях, организованных по принципу пирамид или горизонтальных структур, имеет более широкие возможности для финансирования своих инвестиционных программ (Crosi et al., 2011), использование таких СЕМ, как акции с разным уровнем голосующих прав и перекрестное владение в рамках деятельности бизнес-группы, ведет к сравнительному снижению стоимости всей компании (*Q*-Тобина) (Masulis et al., 2011). Эмпирические работы дают противоречивые сведения. С одной стороны, на примере 14 европейских стран было показано, что дисконт рыночной стоимости компании с диспропорциональной структурой собственности выше в семейных фирмах (Bennedson et al., 2010). С другой стороны, на примере выборки канадских компаний было показано, что агентский конфликт между собственником и менеджментом снимается, если компания принадлежит семье, поэтому СЕМ, используемые в семейных компаниях, позволяют увеличить стоимость компании (Pukthuanthong et al., 2013). Также в одной из работ показано, что вознаграждение топ-менеджеров в семейных компаниях выше, и это снижает стимулы использования преимущественных прав голоса менеджментом в ущерб миноритарным акционерам в таких компаниях (Amoako-Adu Ben et al., 2011).

Таким образом, принадлежность бизнеса семье может иметь как отрицательное, так и положительное влияние на рыночную стоимость компании.

Даже учитывая возможные неточности в части используемых прокси для оценки снижения рыночной стоимости компаний со структурой капитала типа dual-class по сравнению с аналогами, не использующими такую структуру, приводящие к завышенным оценкам величины дисконта стоимости (Eklund, Poulsen, 2014), сравнительный дисконт за исключением семейных бизнес-групп теоретически и эмпирически обоснован. Разница цен между разными классами акций отражает

амплитуду частных выгод контроля, существующих в компании. Рыночные цены не всегда эффективно отражают фактический уровень частных выгод контроля, что позволяет использовать арбитражные торговые стратегии на базе разницы цен между классами акций (Schultz, Shive, 2010) и получать избыточную доходность (Broussard, Vaihekoski, 2012).

Динамические аспекты изменения структуры капитала типа dual-class

Теоретически возможны три случая изменения структуры капитала, связанные с dual-class: IPO со структурой типа dual-class, переход на dual-class, переход с dual-class к унифицированной структуре с одним типом акций. Рассмотрим их подробнее.

1. Теоретические модели показывают, что IPO со структурой типа dual-class должны быть более всего распространены в таких отраслях, как печать и киноиндустрия, где необходимы значительные суммы расходов на исследования и разработки с неопределенным эффектом, а также в случае, если компания является семейной или управляется менеджером с высочайшей репутацией (Chemmanur, Yawen, 2012). Выход на IPO со структурой типа dual-class обусловлен также желанием менеджеров увеличить диверсификацию своих активов в компании, сохраняя контроль. Эмпирические работы подтверждают отраслевую направленность IPO со структурой dual-class (например, за период 1980–2008 гг. в США больше всех IPO со структурой типа dual-class проходило в телекоммуникационной отрасли – 26,58% и в отрасли печати – 22,64% (Arugaslan et al., 2010)). В этой связи отметим, что в России законодательно запрещен выпуск акций с несколькими правами голоса. В ряде работ указывалось на нецелесообразность отмены данного запрета (Козлов, Чиркова, 2009). Однако теоретические работы показывают, что при более гибкой политике регулятора – в частности, уменьшение прав голоса по суперголосующим акциям до уровня обыкновенных акций в случае, если показатели компании и рост ее стоимости находятся ниже уровня аналогов более 5 лет (Chemmanur, Yawen, 2012), – предоставление права листинга компаниям с такой структурой позволило бы увеличить капитализацию не только таких компаний, но и всего фондового рынка в целом, учитывая также тот факт, что дисконт в стоимости возникает, как правило, у зрелых компаний с типом структуры dual-class. Кроме того, потеря менеджером контроля при финансировании капитальных расходов через выпуск дополнительных голосующих акций сильнее влияет на его благосостояние и в результате ведет к более высокому недоинвестированию (Banerjee, Masulis, 2013). Таким образом, возможность финансирования капитальных расходов через выпуск акций без права голоса, возможно, позволила бы увеличить инвестиционный потенциал российских компаний.

2. Переход на dual-class сопровождается улучшением финансовых показателей деятельности компании только в случае, если инсайдеры продают свои права на денежные потоки, сохраняя контроль в части прав голоса (Bauguess et al., 2012).

3. Унификация структуры dual-class и переход к правилу «одна акция – один голос», как правило, сопровождается перераспределением стоимости между владельцами акций разных классов в пользу владельцев неголосующих акций. При этом владельцы акций с более высокими правами голоса, как правило, требуют компенсации в виде экстраординарных дивидендов или дополнительных акций, за исключением случая, когда контрольные акционеры являются также держателями крупного пакета неголосующих акций (Bigelli et al., 2011). В этом случае

возможен «финансовый трансфер», когда контролирующий собственник продает часть пакета или весь пакет по более высоким ценам, поскольку после проведения унификации стоимость компании в терминах Q -Тобина растёт (Lauterbach, Rajuste, 2015). Унификация структуры также увеличивает общую ликвидность акций компании (Bortolon et al., 2014).

Дивидендная политика компаний со структурой капитала типа dual-class

В отношении дивидендной политики компаний со структурой типа dual-class имеются противоречивые данные. С одной стороны, контролирующий собственник может извлекать дополнительные выгоды, выплачивая меньше дивидендов миноритарным акционерам. В одной из работ (Amoako-Adu et al., 2014) в подтверждение данного тезиса было показано, что компании с типом структуры dual-class выплачивают меньше денежных дивидендов, а также выкупают меньше акций с рынка. С другой стороны, компании с типом структуры dual-class могут выплачивать больше дивидендов, стараясь смягчить агентскую проблему (Jordan et al., 2014).

Схемы реализации структуры капитала типа dual-class

Структуры типа dual-class могут быть реализованы с использованием разного типа инструментов. Наиболее распространенные — это применение обыкновенных акций с разными правами голоса, которым посвящено достаточно много исследований, указанных выше. С другой стороны, при наличии законодательного запрета на выпуск акций с несколькими правами голоса структуры типа dual-class могут быть реализованы с использованием обыкновенных и привилегированных акций. Одним из таких примеров служит российский рынок, где привилегированные акции являются очень распространенным инструментом.

Привилегированные акции как особый финансовый инструмент в рамках структуры dual-class

По мнению ряда исследователей, привилегированные акции являются даже более сложным инструментом, чем конвертируемые облигации (Damodaran, 2009). С одной стороны, сущность привилегированных акций отличается по странам мира. Так, например, в США дивиденд по привилегированным акциям фиксирован во время размещения (установлен в процентах от номинала акции). Иначе говоря, инвестируя в привилегированные акции на рынке США, необходимо ориентироваться исключительно на дивиденды. Поэтому классическая формула оценки привилегированной акции через капитализацию дивидендов так широко используется на рынке США. С другой стороны, в других странах природа привилегированных акций существенно, если не кардинально отличается от сущности таких инструментов на рынке США. Кроме России, привилегированные акции бразильских компаний следует рассматривать скорее как аналог обыкновенных акций по следующей причине. Дивиденды по привилегированным акциям и в России, и в Бразилии определяются как процент от чистой прибыли (в отличие от фиксированной суммы на рынке США) и поэтому могут увеличиваться с ростом прибыли или уменьшаться при ее падении. Иначе говоря, если рассматривать такую привилегированную акцию как финансовый актив, то его стоимость будет зависеть как от дивидендных выплат, так и от прироста курсовой стоимости, так

же как и у обыкновенных акций. Отсюда при оценке стоимости собственного капитала компании привилегированные акции в России и Бразилии следует рассматривать как часть собственного капитала. На рынке США, с одной стороны, фиксированный дивиденд не позволяет рассматривать такую акцию как долю в собственном капитале. С другой стороны, дивиденды по привилегированным акциям не учитываются при налогообложении прибыли в отличие от процентов по облигациям, поэтому не могут рассматриваться также и в качестве долга. В терминах доходности можно утверждать, что привилегированные акции — это или более дешевый собственный капитал, или более дорогой долг.

Наиболее широко привилегированные акции как инструмент финансирования применяются в финансовом секторе, а также молодыми быстрорастущими компаниями (Damodaran, 2009). Популярность привилегированных акций в финансовом секторе обусловлена законодательными ограничениями на достаточность капитала банков. Поскольку привилегированные акции в банковском секторе регуляторы и рейтинговые агентства рассматривают как собственный капитал, выпуск таких бумаг позволяет банкам сохранять нормативы достаточности капитала на приемлемом уровне.

В отношении молодых быстрорастущих фирм, с одной стороны, использование привилегированных акций позволяет основателю компании, не думая о возможном дефолте в случае выпуска долговых обязательств, контролировать принятие ключевых инвестиционных решений с высоким NPV (Walther, 2014). С другой стороны, как правило, в акционерном соглашении при выпуске привилегированных акций за инвесторами закрепляется возможность конвертации привилегированных акций в обыкновенные. Поэтому, если рыночная стоимость компании существенно вырастет, держатель привилегированных акций может возместить недополученный дивидендный доход в первые годы становления компании из-за отрицательной прибыли, конвертировав привилегированные акции в обыкновенные.

Структура dual-class на основе привилегированных акций

Привилегированные акции являются широко используемым финансовым инструментом в рамках структуры типа dual-class как на развитых, так и на развивающихся рынках (табл. 3, столбец «собственный капитал»).

Таблица 3

Количество эмитентов привилегированных акций в 2015 г. по странам мира без учета акций, по которым отсутствуют данные торгов

Юрисдикция	С учетом компаний финансового сектора			Без учета компаний финансового сектора		
	Собственный капитал*	Долг*	Всего	Собственный капитал*	Долг*	Всего
США	35	169	204	20	58	78
Россия	169	0	169	163	0	163
Бразилия	131	0	131	107	0	107
Южная Корея	104	0	104	88	0	88
Канада	57	29	86	16	12	28
Великобритания	21	13	34	10	4	14

Окончание табл. 3

Юрисдикция	С учетом компаний финансового сектора			Без учета компаний финансового сектора		
	Соб- ственный капитал*	Долг*	Всего	Соб- ственный капитал*	Долг*	Всего
Германия	27	0	27	20	0	20
Италия	23	0	23	16	0	16
ЮАР	23	0	23	18	0	18
Индия	21	1	22	19	1	20
Швеция	17	1	18	6	1	7
Греция	14	0	14	13	0	13
Австралия	5	7	12	2	3	5
Бермудские острова	7	2	9	0	1	1
Колумбия	7	0	7	3	0	3
Чили	4	0	4	2	0	2
Гернси	4	0	4	0	0	0
Нидерланды	4	0	4	2	0	2
Ирландия	2	0	2	1	0	1
Украина	1	0	1	0	0	0
Китай	1	0	1	1	0	1
Другие страны	84	3	87	47	2	49
Итого	761	225	986	554	82	636

Источник: Анализ автора на основе данных Thomson Reuters

* Классификация привилегированных акций как инструментов собственного капитала и долга осуществлена по данным Thomson Reuters. Если инструмент имеет признак «fixe din come», то привилегированная акция относится к типу «долговая ценная бумага» и наоборот.

Наибольшее число эмитентов привилегированных акций зарегистрировано в США. Однако, как было показано выше, привилегированные акции в США, Канаде и Великобритании (англосаксонское право) следует рассматривать скорее как долг, нежели собственный капитал, поэтому с нашей точки зрения структуру капитала на основе таких привилегированных акций нельзя рассматривать в качестве структуры типа dual-class, так как кредитор и акционер преследуют разные цели и природа агентского конфликта здесь совсем другая.

Доля компаний финансового сектора среди эмитентов привилегированных акций в США составляет 64%, в Канаде – 70, в Великобритании – 59%. Без учета компаний финансового сектора емкость рынка привилегированных акций по числу эмитентов в этих странах существенно сокращается, и на первые места выходят Бразилия, Россия и Южная Корея. Среди 163 эмитентов привилегированных акций в России более половины представлены компаниями, входящими в котировальный список RTS Board. Около 60 компаний входят в листинг Московской биржи.

Для эмитентов выборки, выпускающих привилегированные акции, имеется ряд интересных фактов. Например, медианная компания выборки основана 67 лет назад, т. е. можно утверждать, что такой вариант реализации структуры типа dual-class характерен для зрелых компаний. Как правило, дивиденды

по привилегированным акциям выше дивидендов по обыкновенным (например, рынки России, Бразилии, Южной Кореи). В то же время, например, в ЮАР дивиденды по привилегированным акциям составляют всего $\frac{2}{3}$ от дивидендов по обыкновенным. Также медианная компания выборки со структурой dual-class на основе привилегированных акций имеет более высокий леверидж. Возможно, это связано с тем, что при высоком уровне долговой нагрузки компания, исчерпав возможности для долгового финансирования, осуществляет выпуск привилегированных акций, стараясь не допустить размытия прав голоса. Также следует отметить, что многие компании контролируются государством либо напрямую (например, электроэнергетические компании в России), либо через государственные пенсионные фонды (например, Vale в Бразилии) (Fernandes, Scherrer, 2014).

Агентский конфликт, а также ряд других факторов обуславливают существование дисконта цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных, что отражает размер премии за контроль на разных рынках (табл. 4). Отметим, что премия за контроль по рынкам меняется с течением времени, иногда существенным образом. Большинство компаний, реализовавших структуру типа dual-class на основе привилегированных акций, относятся к таким отраслям, как банки, электроэнергетика, управление активами, промышленное машиностроение, телекоммуникации, металлургия. Расчетные значения дисконта в отраслевом разрезе (табл. 5) подтверждают существование более высокой премии за контроль в отрасли высоких технологий, что было показано в ряде исследований на отдельных рынках (полный обзор представлен в работе (Козлов, Чиркова, 2009)).

Структура dual-class на российском рынке

Российский рынок является одним из крупнейших по числу эмитентов привилегированных акций. Сравнительная динамика числа эмитентов по типам акций приведена ниже (рис. 1).



Рис. 1. Количество эмитентов акций по типам на российском рынке

Источник: Московская биржа.

Дисконт цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций в России отличается по ряду компаний (рис. 2). В то же время медианное значение в целом по рынку составляет около 20%.

Таблица 4

Дисконт цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций по странам мира, %

Юрисдикция	Россия	Бразилия	Южная Корея	Индия	Германия	ЮАР	Италия	Колумбия
Стандартное отклонение	13	10	6	16	8	35	13	3
Минимум	21	-34	33	38	0	-11	0	-5
Максимум	62	3	53	85	25	91	45	1
Среднее	36	-10	43	73	9	56	18	-1
Медиана	36	-12	42	80	8	62	13	0
2015	22	3	37	38	1	63	1	1
2014	21	3	36	84	0	61	8	1
2013	21	-7	48	77	2	59	9	-1
2012	23	-12	45	61	2	55	16	-5
2011	26	-14	47	84	1	48	12	Н. д.
2010	41	-13	51	82	3	20	15	Н. д.
2009	53	-12	53	73	12	-10	0	Н. д.
2008	36	1	46	85	8	-11	9	Н. д.
2007	43	-4	49	Н. д.	8	11	12	Н. д.
2006	31	-10	40	Н. д.	5	83	9	Н. д.
2005	24	-20	42	Н. д.	7	91	18	Н. д.
2004	37	-34	41	Н. д.	11	89	26	Н. д.
2003	39	-13	33	Н. д.	14	84	31	Н. д.
2002	45	3	41	Н. д.	20	84	31	Н. д.
2001	55	-18	37	Н. д.	23	84	41	Н. д.
2000	62	-16	43	Н. д.	25	88	45	Н. д.

Источник: расчеты автора на основе данных Thomson Reuters.

Таблица 5

Дисконт цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций в отраслевом разрезе, %

Отрасль (классификация Thomson Reuters)	Energy	Basic Materials	Industrials	Consumer cyclicals	Consumer non-cyclicals	Financials	Healthcare	Technology	Telecommunication services	Utilities
Стандартное отклонение	7	8	10	9	10	14	13	8	20	11
Минимум	14	11	2	9	24	-10	4	36	-3	-24
Максимум	38	46	38	43	61	46	46	61	66	11
Среднее	29	26	23	25	46	16	24	47	28	-2
Медиана	31	27	25	27	48	16	24	46	30	0
2015	14	19	4	18	24	5	29	40	66	11
2014	19	20	2	20	30	7	22	39	55	11
2013	24	16	10	9	41	5	13	53	49	7
2012	30	11	23	10	32	-10	8	61	45	0
2011	35	30	22	22	39	3	14	45	37	-7
2010	25	27	25	27	50	9	28	48	34	11
2009	38	28	25	18	51	10	38	53	27	2
2008	33	17	29	20	48	16	37	37	33	4
2007	36	30	38	36	53	23	39	41	35	0
2006	23	23	30	27	49	19	46	36	7	-8
2005	19	28	30	28	48	20	38	39	11	-18
2004	35	34	28	31	49	16	14	47	6	-24
2003	30	24	22	30	49	23	12	41	14	-8
2002	32	33	26	33	58	30	4	52	12	7
2001	36	31	24	34	61	41	10	58	12	-17
2000	31	46	34	43	47	46	26	54	-3	-8

Источник: расчеты автора на основе данных Thomson Reuters.

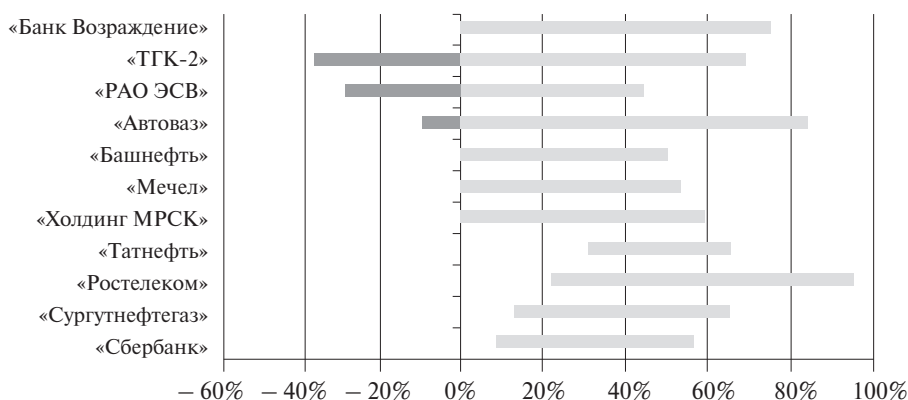


Рис. 2. Диапазон дисконта цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций на российском рынке за период 2004–2013 гг.

Источник: Шабалин, 2015.

На соотношение цен обыкновенных и привилегированных акций на российском рынке могут влиять несколько факторов, включая различия в правах голоса, дивидендной доходности акций, ликвидности и т. д. Премию за право голоса, измеренную через соотношение цен обыкновенных и привилегированных акций, можно анализировать на основе опционного подхода. Влияние прочих факторов предполагается оценивать на основе эконометрических методов.

Соотношение дивидендной доходности классов акций является важным индикатором для рыночных инвесторов, особенно при приближении к дате закрытия реестра (табл. 7).

Таблица 7

Сравнительная дивидендная доходность привилегированных и обыкновенных акций на российском рынке

Компания	Дивидендная доходность, %					
	привилегированных акций			обыкновенных акций		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
ОАО «Селигдар»	0	8,52	7,87	1,28	0	0
ОАО «Татнефть»	8,42	8,95	6,32	3,96	4,45	3,75
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	12,33	13,27	5,95	8,44	11,65	4,37
ОАО «АВТОВАЗ»	0	0	0	0	0	0
ОАО «ЦМТ»	6,88	6,01	5,59	2,8	2,87	2,89
ОАО «Мечел»	20,32	0,09	0,2	4,02	0	0
ОАО «Ростелеком»	6	5,79	7,96	4,19	2,58	3,61
ОАО «Сбербанк России»	4,46	4,3	4,42	2,6	2,6	3,65
ОАО «Россети»	0	0	0	0	0	0
ОАО «Ленэнерго»	8,89	10,9	2,97	0	3,94	1,42
ОАО «Сургутнефтегаз»	11,68	7,22	8,35	2,28	1,94	2,26
ОАО АНК «Башнефть»	8,42	2,7	22,39	6,43	1,26	16,76

Источник: Московская биржа.

Стандартное значение дисконта по привилегированным акциям ОАО «Сургут-нефтегаз» составляет около 38%, которое, однако, может существенно изменяться при приближении к дате закрытия реестра. Так, например, на ожиданиях высоких дивидендов по привилегированным акциям данной компании за 2013 г. цена привилегированных акций сравнялась в стоимости с обыкновенными бумагами в 2014 г. (Серов, Старинская, 2014).

Анализ показывает, что такое поведение между ценами двух классов акций перед датой закрытия реестра характерно и для других российских компаний (рис. 3), что позволяет выстраивать торговые стратегии на рынке.

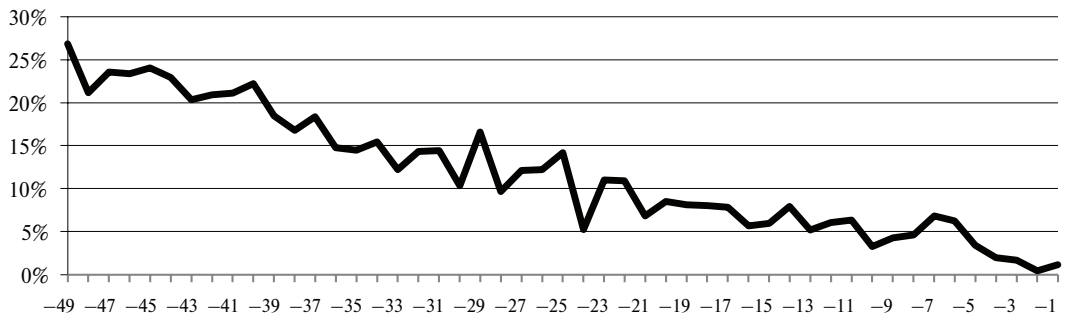


Рис. 3. Снижение дисконта цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций по выборке российских компаний при приближении к дате закрытия реестра

Источник: анализ автора на основе данных Capital IQ.

На величину частных выгод контроля оказывает влияние уровень корпоративного управления. Отметим, что на российском рынке была установлена прямая зависимость между величиной частных выгод контроля в компании и числом независимых членов советов директоров (Muravyev et al., 2014), хотя теоретически зависимость должна быть обратной. Авторы объясняют данный факт тем, что в некоторых компаниях независимые директора нанимаются исключительно для целей обеспечения прикрытия злоупотреблений.

Существуют эмпирические доказательства того, что увеличение уровня защиты владельцев привилегированных акций (возможность наложить право вето на решение собрания акционеров в случае ущемления их прав, законодательно закреплённая в 2002 г.) положительно влияет на стоимость таких акций на российском рынке (Muravyev, 2012).

Несмотря на то, что на дисконт цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций влияет ряд факторов, ключевое значение имеет премия за право голоса, которая отражает существование агентского конфликта. Среди возможных путей снижения среднерыночного дисконта и повышения заинтересованности инвесторов в привилегированных акциях ряд исследователей предлагает такой инструмент как предоставление большинства голосов в совете директоров для владельцев привилегированных акций (Walther, 2014). Использование такого механизма позволит уменьшить агентский конфликт. В то же время реализация такого сценария, по крайней мере на российском рынке, выглядит маловероятной по ряду причин.

Заключение

На основе анализа можно выдвинуть следующую гипотезу: отрицательное влияние частных выгод контроля в компаниях со структурой капитала dual-class

меньше, чем положительное влияние NPV от проектов, которые реализует основатель бизнеса, используя контроль в компании, что характерно для венчурной индустрии и индустрии частных инвестиций – private equity. Поэтому использование структуры dual-class в данном случае является обоснованным и приводит к увеличению стоимости компании. Для зрелых компаний, которые управляются командой наемных менеджеров, отрицательное влияние частных выгод контроля в результате агентского конфликта выше, отсюда имеет место дисконт при использовании структуры dual-class. Таким образом, влияние использования структуры dual-class на стоимость компании зависит от стадии жизненного цикла компании.

Использование структуры dual-class отрицательно влияет на стоимость компании. Отсюда, возможно, что снижение стоимости происходит в том числе из-за более высокой стоимости капитала для таких компаний. Поэтому необходимо эмпирически протестировать, что стоимость долга и собственного капитала для компаний с обыкновенными и привилегированными акциями выше, чем для компаний-аналогов с унифицированной структурой.

Стоимость привилегированных акций, рассматриваемых в качестве инструментов собственного капитала, следует оценивать на основе специальных методов, учитывающих их ключевые характеристики как класса активов. Видится, что наиболее уместным методом моделирования стоимости привилегированных акций является метод опционного ценообразования. Исходя из этого, дисконт цены привилегированных акций по отношению к цене обыкновенных акций можно моделировать с помощью опционного подхода, в основе которого будет лежать различие в правах голоса.

Источники

Козлов Д., Чиркова Е. Сохранение контроля над публичной компанией через выпуск акций с разными правами голоса. «За» и «против» избыточных прав на контроль // Корпоративные финансы. 2009. № 2(10). С. 88–111.

Серов М., Старинская Г. Инвесторы уравнили акции «Сургутнефтегаза», 2014. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2014/05/07/investory-uravnyali-akcii-surgutneftegaza>

Шабалин П. Спрэд между обыкновенными и привилегированными акциями на российском рынке // Управление корпоративными финансами. 2015. № 1. С. 2–11.

Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith F. B. Analysis of Dividend Policy of Dual and Single Class U.S Corporations // Journal of Economics and Business. 2014. Vol. 72. P. 1–29.

Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith F. B. Dual Class Discount, and the Channels of Extraction of Private Benefits // Advances in Financial Economics. 2013. Vol. 16. P. 165–216.

Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith F. B. Executive Compensation in Firms with Concentrated Control: The Impact of Dual Class Structure and Family Management // Journal of Corporate Finance. 2011. Vol. 17. P. 1580–1594.

Arugaslan O., Cook D. O., Kieschnick R. On the Decision to go Public with Dual Class Stock // Journal of Corporate Finance. 2010. Vol. 16. P. 170–181.

Banerjee S., Masulis R. Ownership, Investment and Governance: The Costs and Benefits of Dual Class Shares. 2013. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://ssrn.com/abstract_id=2182849.

Bauguess S. W., Slovin M. B., Sushka M. E. Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights // Journal of Banking & Finance. 2012. Vol. 36. P. 1244–1253.

Baulkaran V. Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms // The Quarterly Review of Economics and Finance. 2014. Vol. 54. P. 70–81.

Bennedsen M., Nielsen K. Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership // Journal of Banking and Finance. 2010. Vol. 34. P. 2212–2229.

- Bigelli M., Mehrotra V., Rau P. R.* Why are Shareholders Not Paid to Give Up their Voting Privileges? Unique Evidence from Italy // *Journal of Corporate Finance*. 2011. Vol. 17. P. 1619–1635.
- Bortolon P. M., Leal R. P. C.* Dual-class Unifications and Corporate Governance in Brazil // *Emerging Markets Review*. 2014. Vol. 20. P. 89–108.
- Brav A., Mathews D. R.* Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. 2011. Vol. 99. P. 289–307.
- Broussard J. P., Vaihkoski M.* Profitability of Pairs Trading Strategy in an Illiquid Market with Multiple Share Classes // *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 2012. Vol. 22. P. 1188–1201.
- Chemmanur T. J., Jiao Y.* Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis // *Journal of Banking & Finance*. 2012. Vol. 36. P. 305–319.
- Complete Guide to Chinese Share Classes & China ETF Investing, 2014. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.etf.com/sections/white-papers/15113-the-complete-guide-to-chinese-share-classes.html?nopaging=1>
- Connelly T., Limpaphayom P., Nagarajan J. N.* Form Versus Substance: the Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Firm Value in Thailand // *Journal of Banking and Finance*. 2012. P. 1722–1743.
- Croci E., Doukas J. A., Gonenc H.* Family Control and Financing Decisions // *European Financial Management*. 2011. Vol. 17(5). P. 860–897.
- Damodaran A.* Preferred stock: Fish or Fowl? 2009. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://aswathdamodaran.blogspot.ru/2009/03/preferred-stock-neither-fish-nor-fowl.html>
- Damodaran A.* The Value of Control: Implications for Control Premiums, Minority Discounts and Voting Share Differentials // *New York Journal of Law and Business*. 2012. N 8(487). P. 487–503.
- Damodaran A.* Who uses preferred stock? 2009. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://aswathdamodaran.blogspot.ru/2009/03/who-uses-preferred-stock.html>
- Dekel E., Wolinsky A.* Buying Shares and/or Votes for Corporate Control // *Review of Economic Studies*. 2012. Vol. 79. P. 196–226.
- Eklund E. J., Poulsen T.* One Share-one Vote: Evidence from Europe // *Applied Financial Economics*. 2014. Vol. 24. N 7. P. 453–464.
- Fernandes M., Scherrer C. M.* Price Discovery in Dual-class Shares Across Multiple Markets, 2014. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://econpapers.repec.org/paper/aahcreate/2014-10.htm>
- Henrekson M., Jakobsson U.* The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? // *Corporate Governance: An International Review*. 2012. Vol. 20. N 2. P. 212–227.
- Jadhav A.* Dual Class Shares – is India Ready for It? // *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economie*. 2012. N 5. P. 124–135.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Tunneling // *American Economic Review*. 2000. Vol. 90. P. 22–27.
- Jordan B. D., Liu M. H., Wu Q.* Corporate Payout Policy in Dual-class Firms // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 26. P. 1–19.
- Kandel E., Kosenko K., Morck R., Yafeh Y.* Business Groups in the United States: A Revised History of Corporate Ownership, Pyramids and Regulation, 1930–1950, 2013. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w19691>
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. P. 3–27.
- Lauterbach B., Pajuste A.* The long-term Valuation Effects of Voluntary Dual Class Share Unifications // *Journal of Corporate Finance*. 2015. Vol. 31. P. 171–185.
- Liao L., Liu B., Wang H.* China's secondary privatization: Perspectives from the Split-Share Structure Reform // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 113. P. 500–518.
- Lin C., Ma Y., Malatesta P., Xuan Y.* Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing // *Journal of Financial Economics*. 2011. Vol. 100. P. 1–23.
- Masulis W. R., Pham K. P., Zein J.* Family Business Groups Around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices // *The Review of Financial Studies*. 2011. Vol. 24. P. 3556–3600.
- McGuire S. T., Wang D., Wilson J. R.* Dual Class Ownership and Tax Avoidance // *The Accounting Review*. 2014. Vol. 89. N 4. P. 1487–1516.

Muravyev A. Investor Protection and the Value of Shares: Evidence from Statutory Rules Governing Variations of Shareholders Class Rights in an Emerging Market // *The Journal of Law, Economics, and Organization*. 2012. Vol. 29. N 6. P. 1344–1383.

Muravyev A., Berezinets I., Ilina Y. The Structure of Corporate Boards and Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange // *International Review of Financial Analysis*. 2014. Vol. 34. P. 247–261.

Nguyen P., Rahman N., Zhao R. Ownership Structure and Divestiture Decisions: Evidence from Australian Firms // *International Review of Financial Analysis*. 2013. Vol. 30. P. 170–181.

OECD Corporate Governance Factbook, 2015.

Paligorova T., Xu Zh. Complex Ownership and Capital Structure // *Journal of Corporate Finance*. 2012. N 18. P. 701–716.

Pukthuanthong K., Walker J. Th., Thiengtham N. D. Does Family Ownership Create or Destroy Value? Evidence from Canada // *International Journal of Managerial Finance*. 2013. Vol. 9. N 1. P. 13–48.

Schultz P., Shive S. Mispricing of Dual-class Shares: Profit Opportunities, Arbitrage, and Trading // *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 98. P. 524–549.

Shan G. Y. Can Internal Governance Mechanisms Prevent Asset Appropriation? Examination of Type I Tunneling in China // *Corporate Governance: An International Review*. 2013. Vol. 21. N 3. P. 225–241.

Venezze F. C. The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe // *European Business Organization Law Review*. 2014. Vol. 15. N 4. P. 499–544.

Ventoruzzo M. The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, 2015. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236

Vermuelen P. M. E. Beneficial Ownership and Control: a Comparative Study. Disclosure, Information and Enforcement, 2012. OECD Russia Corporate Governance Roundtable Report.

Walther B. The peril and promise of preferred stock // *Delaware Journal of Corporate Law*. 2014. Vol. 39. P. 162–209.

Yao J. Market segmentation, information asymmetry and investor responses in the Chinese A and B markets // *Australasian Accounting Business & Finance Journal*. 2014. Vol. 8. N 1. P. 79–100.