

---

## **ОСОБЕННОСТИ РЕАЛИЗАЦИИ ОТНОШЕНИЙ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В КОМПАНИЯХ С ПРИВИЛЕГИРОВАННЫМИ АКЦИЯМИ: ЭМПИРИЧЕСКИЕ СВИДЕТЕЛЬСТВА**

---

**Штанько Мария Сергеевна,**

соискатель кафедры экономической теории Южного федерального университета; shtankoms@gmail.com

В статье раскрыты причины и формы проявления трансформации механизмов реализации отношений акционерной собственности в компаниях с привилегированными акциями. На основе обширных эмпирических данных выделены и классифицированы основные типы привилегированных акций, встречающиеся в российских компаниях, выявлены особенности формирования и присвоения избыточных прав контроля и дивидендов их акционерами.

**Ключевые слова:** привилегированные акции, обыкновенные акции, избыточные права на контроль, дивиденды, отношения акционерной собственности, акционерный капитал.

В мировой корпоративной практике одним из способов усиления и закрепления контроля акционера над компанией без пропорционального увеличения его участия в капитале является эмиссия нескольких классов обыкновенных, а также различных типов привилегированных акций. Их наличие в структуре акционерного капитала юридически разрешено в большинстве развитых и части развивающихся стран [10]. В России, также как в Бельгии, Испании, Китае, Португалии, Сингапуре, Японии, выпуск обыкновенных акций с дифференцированными правами голоса запрещен по закону. Вместе с тем эмиссия привилегированных акций находится в рамках правового поля.

В экономической литературе изучению привилегированных акций уделяется немало внимания. Предметом анализа широкого круга работ, выполненных на основе данных по развитым и развивающимся рынкам капитала, являются факторы, определяющие выбор между привилегированными акциями и долговыми ценными бумагами как альтернативными инструментами привлечения дополнительного капитала [7, 8], параметры эмиссии, механизмы конвертации [6, 9] и количественные характеристики дивидендной политики в отношении данного типа акций [5, 11], причины формирования премии к цене обыкновенных акций относительно привилегирован-

ных [2, 9]. Вместе с тем выпуск привилегированных акций помимо постановки финансовых вопросов, порождает изменения в реализации экономического содержания отношений акционерной собственности. Однако природа и формы проявления таких изменений не являются предметом исследований, посвященных привилегированным акциям, что обуславливает актуальность предлагаемой работы.

Цель статьи состоит в том, чтобы, опираясь на теоретические основы анализа отношений акционерной собственности, выявить особенности их реализации в российских корпорациях с привилегированными акциями. Постановка данной цели требует решения ряда этапных задач, определяющих внутреннюю структуру статьи:

- выявить возможные направления воздействия выпуска привилегированных акций на реализацию отношений собственности в акционерных компаниях;
- определить степень распространенности и выделить основные типы привилегированных акций, встречающиеся в российских компаниях;
- проанализировать особенности формирования и присвоения избыточных прав контроля в отечественных публичных компаниях;
- выявить характерные черты и факторы, определяющие механизмы распределения дивидендов в российских компаниях с привилегированными акциями.

Выпуск привилегированных акций ведет к формированию таких же эффектов, как и разделение обыкновенных акций на классы. Во-первых, у владельцев обыкновенных акций в компаниях с привилегированными акциями появляются избыточные права на контроль  $ECR$ , измеряемые разностью между долей пакета акций в общих правах голоса  $\alpha_V$  и его долей в капитале компании  $\alpha_C$ :  $ECR = \alpha_V - \alpha_C$  (в %). Во-вторых, происходит уменьшение доли, которую составляет простое большинство голосов в капитале компании  $\alpha_{(50\%+1)VC}$ , до уровня менее 50%. В результате владельцы обыкновенных акций могут получать существенные преимущества в реализации своих управленческих функций за счет концентрации в своих руках голосующих акций. Но если в случае разделения акций на классы, выделенные эффекты являются следствием наделения обыкновенных акций разным количеством голосов, то в случае с привилегированными – их отсутствием, которое компенсируется их владельцам некоторыми гарантиями присвоения дивидендов.

В исследуемом типе компаний за счет выпуска лишенных голоса привилегированных акций в дополнение к обыкновенным создаются условия для дополнительного расслоения акционеров, что отражается на степени их участия в управлении компанией и присвоении прибыли. Присвоение привилегированных акций приводит к абсолютному отделению участия их владельца в присвоении прибыли от участия в управлении компанией через работу в собрании акционеров и выборах совета директоров, который гото-

вит рекомендации по выплате дивидендов. В таких условиях возможно несколько механизмов защиты акционера, владеющего привилегированными акциями, от экспроприации его доходов со стороны владельцев обыкновенных акций, принимающих окончательное решение о выплате дивидендов на собрании акционеров. Во-первых, увязка величины дивидендов по разным категориям акций, что характерно для участвующих привилегированных акций, дивиденды по которым выравниваются с уровнем дивидендов по обыкновенным акциям, если размер последних превышает размер первых. Во-вторых, временное предоставление права голоса, присущее владельцам привилегированных акций только при решении узкого круга вопросов, касающихся изменения порядка расчета дивидендов, обмена акций при слиянии компаний и т.п. В-третьих, предоставление голосующего участия в собрании акционеров по всем вопросам, если дивиденды не распределяются среди владельцев привилегированных акций. Последнее приводит к ликвидации *ECR* как по обыкновенным акциям в целом, так и в отношении контролирующих акционеров, в частности. Таким образом, независимо от фактического распределения *ECR* между владельцами обыкновенных акций важным условием присвоения *ECR* является выплата дивидендов по привилегированным акциям.

В целом, в компаниях с привилегированными акциями трансформация механизма реализации отношений акционерной собственности происходит главным образом в отношении акционеров как владельцев акционерного капитала. Изменения проявляются в том, что помимо традиционных способов участия в управлении и присвоении прибыли компании в форме дивидендов, владельцы обыкновенных акций присваивают *ECR*, позволяющие им усиливать свое участие в управлении компанией без пропорционального увеличения своей доли в капитале. Для владельцев привилегированных акций, напротив, возможность реализации отношений собственности сужается до присвоения прибыли. Формы и механизмы участия менеджеров как распорядителей акционерного капитала в участии в управлении компанией и присвоении прибыли при этом напрямую не затрагиваются.

С целью исследования особенностей присвоения *ECR* и дивидендов владельцами обыкновенных и привилегированных акций в условиях развивающегося рынка капитала России была сформирована выборка, охватывающая все публичные компании, привилегированные акции которых котировались на ныне объединенных биржах РТС и ММВБ в течение 2011 года. Данному критерию в указанный период соответствовало 88 компаний, или 24,9% российских публичных корпораций, представляющих широкий спектр отраслей (рис. 1). Источниками сведений о фирмах послужили данные бирж, уставы компаний, их квартальные и годовые отчеты за 2007 – 2011 гг.

Все многообразие встречающихся в мировой корпоративной практике привилегированных акций (кумулятивных, конвертируемых, отзывных, с варрантами, с долей участия, с плавающей ставкой дивидендов,

гарантированных и т.п.) [3] различается принципами расчета и начисления, а также условиями присвоения дивидендов. Российское законодательство предоставляет широкие возможности отечественным компаниям по выпуску различных типов привилегированных акций (в т.ч. кумулятивных и конвертируемых). Единственное ограничение для них состоит в том, что в уставах компаний должен быть определен размер дивидендов по привилегированным акциям или порядок их определения [1]. В противном случае владельцы привилегированных акций участвуют в присвоении дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций, что фактически лишает первых каких-либо преимуществ по сравнению со вторыми. С учетом описанных особенностей законодательства, в статье в целях систематизации и классификации встречающихся в российских компаниях типов привилегированных акций, последние были разделены на две укрупненные группы в зависимости от того, является ли размер дивиденда по акции или условия его расчета заранее определенными или нет. Исследование показало, что в наибольшей степени в российских публичных компаниях представлены привилегированные акции с заранее определенным размером дивидендов, среди которых в свою очередь можно выделить пять типов («простые» привилегированные, типа А, до 7 разновидностей n-го типа, кумулятивные и конвертируемые), каждый из которых может быть представлен как в виде участвующих акций, так и без доли участия (табл. 1).

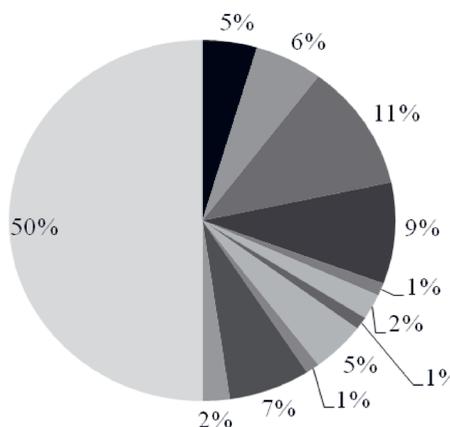


Рис. 1. Отраслевая структура российских публичных компаний с привилегированными акциями

В целом, в российских публичных компаниях из всего многообразия типов привилегированных акций, различающихся между собой порядком и условиями выплаты дивидендов, преобладает один – тип А, выпускавшийся в соответствии с приватизационным законодательством и встречающийся в 58% компаний выборки. Акции данного типа присутствуют в основном в структуре акционерного капитала компаний машиностроения, созданных

в 1990-е гг., и электроэнергетики, унаследовавших их от дочерних компаний РАО ЕЭС в ходе реформирования энергетической отрасли. Лишь в 10% компаний выборки, представляющих банковский сектор, химическую и нефтехимическую промышленность, черную металлургию и ориентированных на высокий уровень стандартов корпоративного управления, наличие привилегированных акций в структуре акционерного капитала обусловлено экономическим выбором их нынешних акционеров и менеджеров, а не институциональными особенностями разгосударствления экономики. Только здесь периодически осуществляемая эмиссия нескольких разновидностей привилегированных акций n-го типа, а также конвертируемых и кумулятивных используется для привлечения дополнительного капитала на фондовом рынке.

Таблица 1

Типы привилегированных акций (па) публичных компаний России

Доля па в структуре акционерного капитала, %	Кол-во компаний выборки, ед	Количество инструментов соответствующего типа, ед.												
		всего, в т.ч.	па без определенного размера дивиденда	па с определенным размером дивиденда, в т.ч.										
				па		тип А		n-го типа		кумулятивные		конвертируемые		
				участвующие	неучаствующие	участвующие	неучаствующие	участвующие	неучаствующие	участвующие	неучаствующие	участвующие	неучаствующие	
0,1-5	16	16	5	4	1	2	1	1					1	1
5-10	11	17	2	1	2	6	1	1	3		1			
10-15	14	14		4		8	1			1				
15-20	13	14		4	1	8								1
20-25	34	34		6	4	22	1						1	
Всего	88	95	7	19	8	46	4	2	3	1	1	2	2	

Благодаря максимально допустимой в России доли привилегированных акций в капитале на уровне 25% его номинальной стоимости в структуре акционерного капитала компаний выборки заложены широкие возможности для формирования *ECR*. Однако они не используются в полной мере (табл. 2). В большинстве компаний выборки *ECR*, фактически присваиваемые контролирующими акционерами, не превышают пятой части их потенциально возможного для фирм уровня. Это обусловлено либо распылением *ECR* обыкновенных акций между двумя и более крупными акционерами компании (90% выборки), либо наличием в пакетах акций крупнейших акционеров привилегированных акций (59% компаний выборки), что увеличивает долю акционеров в капитале, сокращая и размывая присваиваемые ими *ECR*. Только в 8% обследованных фирм, относящихся к электроэнергетике, транспортировке нефти, промышленности драгоценных металлов, банковской сфере и машиностроению, структура владения капиталом характеризуется высоким уровнем концентрации обыкновенных акций у одного акционера и отсутствием в его пакете привилегированных

акций. Благодаря такой структуре владения доля *ECR* контролирующего акционера в *ECR* обыкновенных акций фирмы составляет более 70% при среднем значении данного параметра в целом по выборке 43%, что обеспечивает достижение целевого эффекта в виде значимого сокращения доли акционера в капитале при неизменных правах голоса.

Таблица 2

Распределение избыточных прав контроля (*ECR*) в публичных компаниях России с привилегированными акциями

Показатель	Привилегированные акции $\alpha_C$ , %	Обыкновенные акции			$\alpha_{(50\%+1)VC}$ , %	Контролирующие акционеры		
		$\alpha_V$ , %	$\alpha_C$ , %	<i>ECR</i> , %		$\alpha_V$ , %	$\alpha_C$ , %	<i>ECR</i> , %
Средняя	14,7	100	85,3	14,7	42,7	59,3	51,6	6,9
Медиана	16,2	100	83,8	16,2	41,9	58,1	48,8	6,1
Мода	21,9	100	78,1	21,9	39,0	51,1	45,2	4,4
Минимум	0,4	100	75,0	0,4	37,5	7,12	8,99	-6,07
Максимум	25,0	100	99,6	25,0	49,8	100	98,7	21,94
Количество наблюдений	88	88	88	88	88	88	88	88

Одновременно учесть и разницу в голосующей силе, и соотношение долей обыкновенных и привилегированных акций в капитале фирмы позволяет кривая Лоренца, показывающая концентрацию голосующей силы в группе обыкновенных акций и отражающая параллельное изменение накопленной доли общих прав голоса в зависимости от нарастающей доли акционерного капитала (рис. 2).

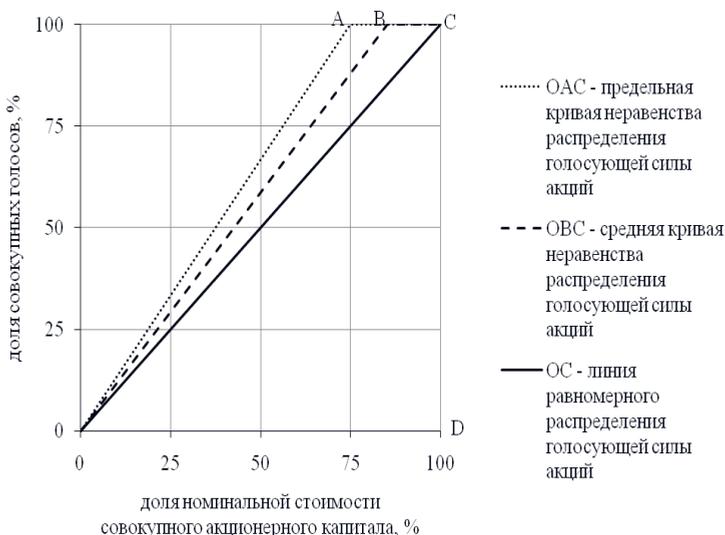


Рис. 2. Кривые Лоренца распределения прав голоса в российских компаниях с привилегированными акциями

В данном случае кривая Лоренца демонстрирует, сколько капитала следует держать для того, чтобы получить простое большинство 50% +1

голосов, необходимых для полного контроля фирмы. На рис. 2 представлены две кривые Лоренца: 1) ОАС, которая соответствует структуре акционерного капитала компании с предельно допустимой в России долей привилегированных акций в 25%; 2) ОВС, которая отражает распределение прав голоса между категориями акций, характеризующее средние параметры соотношения долей обыкновенных и привилегированных акций в капитале отечественных фирм (в соответствии с данными табл. 2). В целом, чем больше кривая Лоренца отклоняется от диагонали ОС, тем выше степень дифференциации прав голоса по классам и типам акций в компании. Однако благодаря существующему в России ограничению доли привилегированных акций в капитале степень его расслоения по голосующей силе существенно сокращается по сравнению с максимально возможным уровнем, когда, например, 1 обыкновенная акция, составляющая 1% капитала, дает 100% всех голосов. На графике это отражается в уменьшении потенциальной области построения кривой Лоренца с площади левого верхнего треугольника, расположенного над линией равномерного распределения, до площади треугольника ОАС.

Исследование механизмов распределения прибыли в компаниях выборки показало, что большинство из них характеризуется высоким уровнем дисциплины по выплате дивидендов по привилегированным акциям (рис. 3). Более того, владельцы данной категории акций обладают существенным преимуществом в фирмах, поскольку присваивают большую долю прибыли, приходящейся на акцию, чем прочие акционеры (табл. 3), что свидетельствует об отсутствии экспроприации их экономических выгод со стороны владельцев обыкновенных акций.

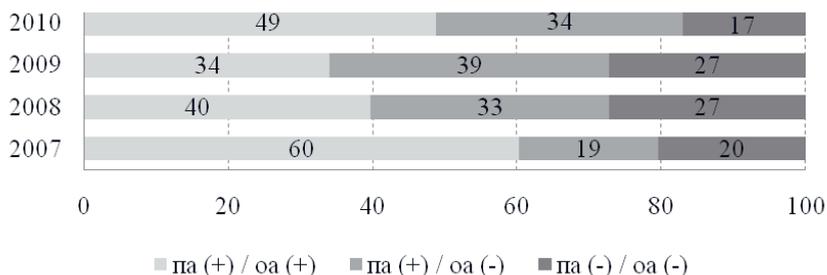


Рис. 3. Распределение фирм выборки в зависимости от практики выплаты дивидендов по привилегированным и обыкновенным акциям (па и оа) за соответствующий дивидендный период, %

Среди множества факторов, определяющих дивидендную политику компаний, в отношении фирм с привилегированными акциями можно выделить три ключевых. Во-первых, *ECR* контролирующего акционера: чем они больше, тем лучше должна быть практика выплаты дивидендов для предотвращения размывания преимущественных прав владельца обыкновенных акций на участие в управлении компанией. Во-вторых, доля контролирующего акционера в привилегированных акциях  $\alpha_C$ : чем она

выше, тем больше он заинтересован в распределении прибыли и присвоении дивидендов по данной категории акций. Несмотря на то, что второй фактор уменьшает *ECR* акционера, он приводит к тому же эффекту, что и первый: заинтересованности контролирующего акционера в распределении прибыли среди владельцев привилегированных акций. В-третьих, не менее важным фактором является наличие прибыли у компании по результатам дивидендного периода.

Таблица 3

Степень участия акционеров российских компаний  
с привилегированными акциями в присвоении прибыли  
(средние значения, в %)

Наименование показателя	Дивидендный период							
	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.	
	па	оа	па	оа	па	оа	па	оа
Доля чистой прибыли, направляемой на все дивидендные выплаты	33		22		20		43	
Доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды по каждой категории акций	7	26	6	16	7	13	10	33
Доля дивиденда по каждой категории акций в чистой прибыли на акцию	84	30	63	18	54	15	65	39

Исследование чувствительности выплаты дивидендов в компаниях выборки к каждому из трех выделенных факторов позволило выявить:

– достаточно сильную прямую зависимость дивидендных платежей от наличия прибыли у компании. Вместе с тем лишь в 4,5% фирм отказ от выплаты дивидендов был напрямую обусловлен отсутствием прибыли. В 12,5% компаний, получивших прибыль, отказ от её распределения среди владельцев привилегированных акций был связан с реализацией инвестиционных проектов;

– отсутствие значимого влияния на неё величины *ECR* контролирующего акционера в силу их крайне низкого уровня в большинстве компаний выборки;

– двойственное воздействие на неё доли крупнейшего акционера в привилегированных акциях. В 55% компаний, где контролирующему акционеру принадлежало не более 14% общего количества привилегированных акций, выплата дивидендов по ним осуществлялась постоянно и была напрямую определена заинтересованностью крупнейших акционеров в преимущественном присвоении ими всей прибыли по привилегированным акциям и отказе от её распределения между остальными акционерами, владеющими лишь обыкновенными акциями. Вместе с тем в 3,5% компаний выборки, где в руках контролирующих акционеров сосредоточены все или значительная доля привилегированных акций, наблюдался полный отказ от распределения прибыли и присвоения дивидендов по ним. В результате запускался нетривиальный механизм [4] использования данной категории акций, обеспечивающий крупнейшему акционеру присвоение дополнительных голосов, приобретаемых привилегированными акциями в результате невыплаты по ним дивидендов,

а также значительные преимущества в участии в управлении компанией по сравнению с прочими владельцами обыкновенных акций и возможность монопольного использования недивидендных способов присвоения доходов.

Резюмируя вышесказанное, можно сделать следующие выводы:

1. При выпуске привилегированных акций трансформация механизма реализации отношений акционерной собственности проявляется в том, что помимо традиционных способов участия в управлении и присвоении прибыли компании в форме дивидендов, владельцы обыкновенных акций присваивают *ECR*, позволяющие им усилить свое участие в управлении компанией без пропорционального увеличения своей доли в капитале, а для владельцев привилегированных акций, напротив, возможность реализации отношений собственности сужается до присвоения прибыли.

2. Привилегированные акции присутствуют в структуре акционерного капитала четверти (24,9%) российских публичных корпораций, представляющих широкий спектр отраслей, среди которых доминирующее положение занимают компании электроэнергетики. Из всего многообразия выявленных в фирмах выборки типов привилегированных акций преобладающим является тип А, что обусловлено приватизационным законодательством. Выпуск привилегированных акций в целях привлечения дополнительного капитала характерен лишь для 10% компаний выборки.

3. Широкие возможности для формирования *ECR*, заложенные в российских публичных компаниях, не используются в полной мере. В большинстве компаний выборки *ECR*, фактически присваиваемые контролирующими акционерами, не превышают пятой части их потенциально возможного для фирм уровня, что обусловлено структурой владения акционерным капиталом.

4. Анализ факторов выплаты дивидендов в компаниях выборки подтверждает её прямую зависимость от наличия прибыли в фирме, двойственное воздействие на неё доли крупнейшего акционера в привилегированных акциях, а также демонстрирует отсутствие влияния на неё величины *ECR* контролирующего акционера. Привилегированные акции в большинстве российских публичных компаний используются в качестве инструмента преимущественного присвоения дохода контролирующими акционерами в ущерб остальным акционерам, владеющим только обыкновенными акциями.

#### **Список источников**

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. №208-ФЗ (ред. от 28.07.2012 г.).

2. Муравьев, А.А. Обыкновенные и привилегированные акции в России: анализ факторов, влияющих на разницу цен [текст] / А.А. Муравьев. – М.: EERC, 2004. – 64 с.

3. Привилегированные акции как инструмент привлечения и объ-

ект инвестиций [электронный ресурс]. – URL: [http://old.micex.ru/off-line/indicatordocs/article\\_223.pdf](http://old.micex.ru/off-line/indicatordocs/article_223.pdf)

4. Урескул, С. Нетривиальные способы использования механизма привилегированных акций [текст] / С. Урескул // Акционерный вестник. – 2009. – № 12. – С. 75 – 77.

5. Brennan, M.J. Shareholder Preferences and Dividend Policy [текст] / M.J. Brennan, A.V. Thakor // The Journal of Finance. – 1990. – Vol. 45. – № 4. – P. 993 – 1018.

6. Byrd, A.K. On the Information Content of Calls of Convertible Securities [текст] / A.K. Byrd, W.T. Moore // The Journal of Business. – 1996. – Vol. 69. – № 1. – P. 89 – 101.

7. Heinkel, R. The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives [текст] / R. Heinkel, J. Zechner // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1990. – Vol. 25. – № 1. – P. 1 – 24.

8. Lerner, J. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity [текст] / J. Lerner, A. Schoar // The Quarterly Journal of Economics. – 2005. – Vol. 120. – № 1. – P. 223 – 246.

9. Lin, J. Price Adjustment Delays and Arbitrage Costs: Evidence from the Behavior of Convertible Preferred Prices [текст] / J. Lin, M.S. Rozeff // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1995. – Vol. 30. – № 1. – P. 61 – 80.

10. Nenova, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis [текст] / T. Nenova // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 68. – P. 325 – 351.

11. Stickel, S.E. The Ex-Dividend Behavior of Nonconvertible Preferred Stock Returns and Trading Volume [текст] / S.E. Stickel // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1991. – Vol. 26. – № 1. – P. 45 – 61.

---

## **THE DISTINCTIVE FEATURES OF THE STOCK OWNERSHIP IMPLEMENTATION IN THE COMPANIES WITH PREFERRED SHARES: EMPIRICAL EVIDENCE**

---

**Shtanko Maria Sergeyevna,**

Post-graduate student of the Chair of Economic Theory of Southern Federal University; shtankoms@gmail.com

This article discusses the causes and forms of display of the transformation of the stock ownership implementation mechanisms in the companies with preferred shares. Based on the extensive empirical data there were picked out and classified the main types of preferred shares that are presented in the Russian companies. It was also revealed distinctive features of formation and appropriation of excess control rights and dividends by their shareholders.

**Keywords:** preferred shares, common shares, excess control rights, dividends, stock ownership, stock capital

.