

Федеральное государственное автономное образовательное  
учреждение высшего образования  
«Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»»

Шабалин Павел Григорьевич

**ДЕТЕРМИНАНТЫ СПРЕДА ЦЕН АКЦИЙ С РАЗНЫМ УРОВНЕМ  
ГОЛОСУЮЩИХ ПРАВ**

**РЕЗЮМЕ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук НИУ ВШЭ

Научный руководитель:  
Теплова Т.В., д.э.н., профессор

JEL: G32, G34, G38

Москва – 2018

**Актуальность темы исследования.** Отклонение от правила «одна-акция – один-голос» является одним из механизмов усиления контроля в компании и достаточно распространено как на развитых, так и на развивающихся рынках. Возможными отклонениями от правила «одна-акция – один-голос» являются акции с несколькими правами голоса, с ограниченным правом голоса, без права голоса. Крупнейшими рынками акций с отличием в правах голоса без учета привилегированных акций являются США, Франция, Швеция и Канада с суммарной капитализацией в 5 трлн долл. США. Структура с несколькими классами акций наиболее востребована в секторе высоких технологий (Google, Facebook, LinkedIn, Trip Advisor), однако распространена и среди «зрелых» компаний (Ford, Berkshire Hathaway).

Законодательное регулирование выпуска акций с отличиями в правах голоса и практика их использования по странам отличается широким разнообразием. Наиболее лояльной юрисдикцией являются США, при этом наиболее жесткие ограничения установлены в Израиле. Тем не менее, практика последних лет демонстрирует, что регуляторы и фондовые биржи конкурируют за эмитентов, предоставляя все большую гибкость в области использования структур с несколькими классами акций, что способствует распространению данных инструментов на финансовом рынке.

Полемика относительно эффективности использования структуры с несколькими классами акций продолжается в крупнейших научных центрах корпоративного управления в мире – в Гарвардском и Стэнфордском университетах [Bebchuk, Kastiel, 2017; Winden, 2017].

Отклонение рыночных цен голосующих и неголосующих акций формирует премию за контроль (синонимами в данной работе являются термины «премия за право голоса», «спред»). В данном исследовании в качестве неголосующих акций при оценке премии за контроль выбраны только привилегированные акции. Во-первых, исследование проводится в странах (Бразилия, Германия, Россия и Южная Корея), где выпуск обыкновенных акций с несколькими правами голоса не разрешен. Во-вторых, в

рассматриваемых странах ввиду законодательных ограничений именно привилегированные акции являются достаточно распространенным финансовым инструментом. В-третьих, дивиденды по привилегированным акциям в рассматриваемых странах, как правило, не являются фиксированной величиной, поэтому такие привилегированные акции по своим характеристикам очень близки к обыкновенным акциям, но не обладают правом голоса. Иными словами, такие привилегированные акции можно рассматривать как обыкновенные акции без права голоса. Привилегированные акции занимают особое место в типологии классов акций, не обладают правом голоса, но имеют дивидендные привилегии<sup>1</sup>. Количественная оценка факторов, влияющих на спред, является важным предметом изучения в академической среде последних лет.

**Степень разработанности проблемы.** Уровень защиты прав инвесторов зависит от эффективности корпоративного управления [La Porta et al., 2000]. Премия за контроль возникает вследствие незащищенности прав миноритарных акционеров. Базовая теоретическая модель предполагает, что премия за контроль зависит от размера частных выгод контроля и вероятности возникновения борьбы за контроль в компании [Rydqvist 1987; Zingales 1995]. Уровень законодательной защиты миноритарных инвесторов также важен. Чем лучше права миноритарных акционеров защищены законом, тем большую цену они готовы платить за акции компании [La Porta et al., 2002]. Таким образом, вероятность перераспределения выгод от неголосующих акционеров в пользу контролирующего собственника зависит от уровня корпоративного управления в компании, который в том числе обуславливается правовой средой. Если правовые механизмы не защищают миноритарных акционеров должным образом, частные выгоды контроля увеличиваются за счет перераспределения выгод от миноритарных акционеров в пользу контролирующего собственника [Zingales, 1994; Zingales,

---

<sup>1</sup> Как правило, привилегированные акции являются неголосующими, однако в редких случаях могут получать право голоса, например, при невыплате или неполной выплате дивидендов

1995]. Так в работе [Nenova, 2003] было показано, что при более высоком уровне защиты миноритарных акционеров ценность контроля, т.е. спред ниже. Зачастую в эмпирических работах в качестве меры качества корпоративного управления выбирается наличие у компании выпуска ADR (например, [Muravyev, 2009; De Souza, Fernandes, 2014]). В то же время более комплексный показатель, который отражает весь спектр критериев качества корпоративного управления – индекс корпоративного управления – использовался только в работе [Silva, Subrahmanyam, 2007] для рынка Бразилии.

На качество корпоративного управления влияет тип контролирующего собственника. При этом вопрос влияния структуры собственности на величину спреда также остается открытым. Например, на рынке Бразилии [Silva, Subrahmanyam, 2007; De Souza, Fernandes, 2014] обнаружили значимое отрицательное влияние участия государства в компании на размер премии, но в то же время [Saito, Silveira, 2010] выявить такой эффект не удалось. Согласно теоретическим предпосылкам, спред должен быть выше в случае, если контролирующим акционером является семья, особенно если семья владеет большим пакетом голосующих акций, поскольку семья является более чувствительной к сохранению контроля, а также более склонна к перераспределению выгод от миноритарных акционеров в свою пользу [Carpio and Croci, 2008]. Эмпирическое доказательство положительного влияния принадлежности компании к семейному типу на размер спреда на рынке Бразилии получили [Saito, Silveira, 2010], однако эффект участия семьи в акционерном капитале компании на современном этапе развития рынка Бразилии не оценивался.

Институциональные особенности развития рынков влияют как на детерминанты спреда, так и на направление их влияния. Учитывая, что не все гипотезы исследования можно протестировать для каждой страны, а также необходимость сопоставления результатов между странами, анализ осуществляется в отдельности по каждому рынку.

**Объектом исследования** являются нефинансовые публичные компании глобального рынка. **Предмет исследования** – премия за контроль, измеренная через соотношение рыночных цен голосующих обыкновенных и неголосующих привилегированных акций. **Цель исследования** заключается в количественной оценке влияния аспектов корпоративного управления в компании на премию за контроль.

Для достижения цели исследования сформулированы следующие **задачи**:

1) обобщить теоретические исследования и эмпирические результаты модельных построений, посвященные вопросам: «Почему компании используют структуру с несколькими классами акций и почему отказываются от нее?», «Какое влияние оказывает структура с несколькими классами акций на рыночную стоимость компании?»;

2) выявить крупнейшие рынки привилегированных акций с нефиксированными дивидендами;

3) выявить институциональные особенности крупнейших рынков привилегированных акций: Бразилии, Германии, России и Южной Кореи, которые определяют детерминанты премии за контроль в этих странах;

4) выявить аспекты корпоративного управления и направление их влияния на премию за контроль, измеренную через соотношение цен обыкновенных и привилегированных акций, в Бразилии, Германии, России и Южной Корее.

**Теоретическая и методологическая основа.** Теоретической основой исследования являются работы российских и зарубежных авторов, посвященные сравнительной оценке акций с разным уровнем корпоративных прав, а также вопросам корпоративного управления в компаниях со сложной структурой капитала («dual-class companies»). Для эмпирического тестирования использованы статистические и эконометрические методы. Для расчетов использованы программные продукты: Microsoft Excel и Stata.

**Информационная база.** Данные для проведения расчетов выгружены из профессиональных баз данных Datastream и Bloomberg, а также с сайтов бирж и компаний Бразилии, Германии, России и Южной Кореи и сервера раскрытия корпоративной информации E-Disclosure по российским компаниям.

**Методология.** Существует четыре основных подхода к оценке стоимости корпоративных прав голоса, обзор литературы по которым провел [Kalay et al., 2014]: оценка стоимости акций до момента продажи блокирующего пакета и сразу после осуществления сделки, изменение стоимости кредитования по сделкам с акциями близко к дате закрытия реестра акционеров, моделирование разницы рыночной цены акции и стоимости синтетической акции и, наконец, сравнение рыночных цен голосующих и неголосующих акций. Данное исследование опирается на четвертый подход.

Премия за контроль *spread* оценивается как разница между рыночной ценой обыкновенной и привилегированной акции в соответствии с методикой, предложенной [Zingales, 1995], однако дивидендный дифференциал при этом не элиминируется, а оценивается как контрольная переменная:

$$spread_{i,t} = \frac{P_{comm_{i,t}} - P_{pref_{i,t}}}{P_{pref_{i,t}}} \quad (1)$$

При расчете показателя *spread* были использованы данные о рыночных ценах закрытия на конец каждого квартала. В случае, если на конец квартала торги по обыкновенной и привилегированной акции не осуществлялись, использовалось значение цены закрытия на ближайший к окончанию квартала день, в котором проводились торги в рассматриваемом квартале. Аналогичный подход к конструированию цен для расчета показателя *spread* был использован при анализе разницы цен голосующих и неголосующих акций в работе [Da Silva, Subrahmanyam, 2007] по рынку Бразилии.

Для оценки факторов, формирующих премию за контроль, мы оцениваем многофакторные модели панельных данных: модели сквозной регрессии (Pooled OLS) и модели PCSE (Panel Corrected Standard Errors), модели

с фиксированными эффектами (FE) и случайными эффектами (RE). Оценивается несколько спецификаций следующей обобщенной модели:

$$\begin{aligned} spread_{i,t} = \beta_0 + corp\_gov_{i,t}'\beta_1 + contest_{i,t}'\beta_2 + OS_{i,t}'\beta_3 + control_{i,t}'\beta_4 + u_{i,t} \\ i = 1, \dots, n; t = 1, \dots, T \end{aligned} \quad (2)$$

где:  $i$  и  $t$  – это компания и квартал наблюдения соответственно,  $spread$  – объясняемая переменная,  $corp\_gov_{i,t}'$  – вектор переменных качества корпоративного управления на уровне компании и подвижек в регуляторной среде,  $contest_{i,t}'$  – вектор переменных, отражающих вероятность возникновения борьбы за контроль,  $OS_{i,t}'$  – вектор показателей структуры собственности,  $control_{i,t}'$  – вектор контрольных переменных,  $u_{i,t}$  – случайная ошибка  $iid(0, \sigma_u^2)$ .

Для учета эффектов гетероскедастичности и корреляции только внутри каждой панели в моделях сквозной регрессии, а также в моделях со случайными и фиксированными эффектами оцениваются кластерные стандартные ошибки Роджерса [Rogers, 1993]. В случае, если результаты тестов свидетельствуют о наличии также и межгрупповой корреляции, оцениваются стандартные ошибки Дрисколла-Краая [Driscoll, Kraay, 1998]. Стандартные ошибки Дрисколла-Краая гетероскедастичны и автокоррелированы в пространстве и во времени, при этом автокорреляция оценивается на основе процесса скользящего среднего с лагом  $q$  – процесс  $MA(q)$ . Модель PCSE предполагает, что ошибки в модели гетероскедастичны и автокоррелированы в пространстве и во времени согласно  $AR(1)$ .

Инвариантные по времени регрессоры оцениваются в рамках гибридной модели вида [Allison, 2009; Schunk, 2013]:

$$\begin{aligned} y_{i,t} = \beta_0 + (x_{i,t} - \bar{x}_i)'\beta_1 + c_i'\beta_2 + \bar{x}_i'\beta_3 + \mu_i + u_{i,t} \\ i = 1, \dots, n; t = 1, \dots, T \end{aligned} \quad (3)$$

где:  $i$  и  $t$  – это компания и квартал наблюдения соответственно,  $y_{i,t}$  – объясняемая переменная,  $\beta_1$  – оценки «within» [Mundlak, 1978],  $\beta_3$  – оценки «between» [Mundlak, 1978],  $\beta_2$  – оценки инвариантных по времени переменных,  $\mu_i$  – индивидуальный случайный эффект уровня компании,  $u_{i,t}$  – случайная ошибка  $iid(0, \sigma_u^2)$ .

**Положения, выносимые на защиту:**

1) выявленный эффект поправок в законодательстве Южной Кореи в 2012 и 2013 гг., направленных на улучшение качества корпоративного управления. Показано, что в результате принятия в 2012 году поправок к «Закону о коммерческой деятельности» и в 2013 году поправок к «Закону о финансовых услугах и рынках», способствующих повышению качества корпоративного управления, произошло статистически значимое уменьшение общерыночного уровня спреда;

2) результаты тестирования гипотезы о перераспределении выгод от миноритарных акционеров в пользу контролирующего собственника в компаниях с семейным типом собственности в Южной Корее и эффект участия государства в капитале компании на рынках Бразилии и России на величину спреда. Было показано, что спред в компаниях с семейным типом собственности выше по сравнению с компаниями, в которых семья не имеет существенной доли голосующих прав. Было показано, что спред в бразильских компаниях с государственным участием ниже на 19-20 п.п. по сравнению с компаниями, в которых государство не имеет доли в голосующих акциях. Было также показано, что спред в российских компаниях, в которых государство имеет квалифицированное большинство голосов (более 75%), ниже на 40 п.п.;

3) результаты тестирования влияния вероятности возникновения борьбы за контроль на величину спреда на рынках Бразилии и Германии. В соответствии с базовой моделью голосующей премии показано, что чем выше вероятность возникновения борьбы за контроль в компании, тем выше величина премии за контроль.



**Научная новизна работы заключается в следующем:**

1) проведено комплексное теоретическое исследование структуры акционерного капитала на основе акций с разным уровнем голосующих прав с точки зрения влияния на рыночную стоимость компании;

2) впервые исследовано влияние качества корпоративного управления на величину премии за контроль на основе индекса корпоративного управления, учитывающего в отличие от более ранних исследований полный спектр показателей эффективности корпоративного управления. Выявлена отрицательная взаимосвязь между эффективностью корпоративного управления и величиной спреда для подвыборки компаний Южной Кореи с наличием индекса корпоративного управления;

3) впервые исследовано влияние регуляторных факторов странового уровня в части корпоративного управления на величину спреда на рынках Южной Кореи и России. Показано, что в результате принятия в 2012 году поправок к «Закону о коммерческой деятельности» и в 2013 году поправок к «Закону о финансовых услугах и рынках», способствующих повышению качества корпоративного управления, произошло статистически значимое уменьшение премии за контроль на рынке Южной Кореи;

4) впервые проведено сравнительное исследование влияния типа ключевого собственника на величину премии за контроль на рынках Бразилии, Германии, России и Южной Кореи; выявлено положительное влияние на величину премии за контроль наличия семейного типа собственности в Южной Корее и отрицательное влияние участия государства на величину премии за контроль в Бразилии, а также отрицательное влияние наличия у государства квалифицированного большинства голосов в России;

5) впервые показано влияние различий в дивидендном выборе компании для голосующих акционеров и миноритарных неголосующих акционеров как элемента корпоративного управления на примере российского рынка. Выявлена отрицательная взаимосвязь между уровнем спреда и наличием специального положения в уставах российских компаний, которое

предусматривает приведение дивидендов по привилегированным акциям в соответствие с уровнем дивидендов по обыкновенным акциям в случае, если первые оказались меньше последних. Получено эмпирическое подтверждение перетока дивидендных выгод в пользу контролирующего собственника в компаниях, уставы которых не содержат указанного положения.

б) впервые при моделировании детерминант премии за контроль учтена включенность класса акций в фондовый индекс. На примере рынка Германии установлено, что при включенности только обыкновенных акций в фондовый индекс спред выше.

### **Конференции.**

1) PhD семинар «Financial Markets and Corporate Strategies: Comparative Studies» Департамента Финансов в рамках XVIII Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества (Москва). Доклад: «The modelling of the shareholders voting rights value using derivatives»;

2) 30th IBIMA International Conference (Мадрид). Доклад: «Preferred Stocks as Instrument for Sustainable Development: Valuation Aspects».

### **Список опубликованных статей.**

*Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ:*

1) Шабалин, П.Г. Моделирование стоимости корпоративных прав голоса с использованием производных финансовых инструментов // Корпоративные финансы. – 2017. - №11. – С. 78-89.

2) Шабалин, П.Г. Методы оценки стоимости корпоративных прав голоса // Финансовый бизнес. – 2016. - №5. – С. 48-51.

3) Шабалин, П.Г. Влияние вариации прав голоса на рыночную стоимость компании // Финансы и бизнес. – 2016. - №1. – С. 103-120.

*Статьи, опубликованные в других изданиях:*

1) Шабалин П. Г., Кайсин Д., Быховский А. Спред между привилегированными и обыкновенными акциями на российском рынке: динамика и основные факторы // Рынок ценных бумаг. 2014. № 2. С. 1-15.