

дисконт привилегированных акций на фондовом рынке

Аннотация

Статья посвящена анализу существующих дисконтов привилегированных акций на бирже. Исследуются причины, влияющие на размер дисконта, а также разбираются конкретные оценки привилегированных акций.

Ключевые слова: оценка, сделки слияния и поглощения, акции, дисконт

Чем же определяется дисконт привилегированных акций к обыкновенным в процессе оценки стоимости компании? Ответить на данный вопрос мы постараемся в этой статье. На величину дисконта влияет ряд факторов, а именно: дивидендная доходность, ликвидность, исторически сложившийся размер дисконта и многие другие. На фондовом рынке не редко случаются аномалии в размере дисконта привилегированных акций, так, например, в начале 2009 г. разница в цене обыкновенных и привилегированных акций Ростелекома достигала двадцатикратного размера. Еще одним примером может служить дисконт привилегированных акций Ванинского Морского Торгового Порта (ВМТП), который на момент написания статьи составляет 92%. Такие аномалии тяжело объяснимы.

В этой статье мы рассмотрим теоретические факторы, определяющие дисконт, а также изучим размер дисконта, существующий на данный момент на рынке ценных бумаг в разрезе дисконта:

- 1) ликвидных акций;
- 2) неликвидных акций;
- 3) при оценке акций для сделок слияния и поглощения.

Право голоса привилегированных акций

Финансовые аналитики объясняют дисконт привилегированных акций отсутствием у них права голоса, т.е. владельцы таких акций не могут голосовать на собраниях акционеров. Данный аргумент

Губер
Илья Сергеевич
аспирант,
Сыктывкарский
государственный
университет
Mann2004@yandex.ru

правдив лишь отчасти, т.к. правом голоса наделяются привилегированные акции в ряде случаев.

- 1) Если на повестке дня стоит вопрос ликвидации или реорганизации общества.
- 2) При решении на общем собрании акционеров вопросов о внесении изменений и дополнений в Устав общества, ограничивающих права акционеров – владельцев привилегированных акций этого типа, включая случаи определения или увеличения размера дивиденда и (или) определения или увеличения ликвидационной стоимости, выплачиваемых по привилегированным акциям предыдущей очереди, а также предоставления акционерам – владельцам привилегированных акций иного типа преимуществ в очередности выплаты дивиденда и (или) ликвидационной стоимости акций. Решение о внесении таких изменений и дополнений считается принятым, если за него отдано не менее чем три четверти голосов акционеров – владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, за исключением голосов акционеров – владельцев привилегированных акций, права по которым ограничиваются, и три четверти голосов всех акционеров – владельцев привилегированных акций каждого типа, права по которым ограничиваются, если для принятия такого решения Уставом общества не установлено большее число голосов акционеров.
- 3) А так же в случае невыплаты дивидендов на привилегированные акции, полагающихся по Уставу компании.

Миноритарные акционеры зачастую сильно переоценивают право голоса, которые дают им обыкновенные акции. Они обычно не участвуют в собраниях акционеров, а даже если участвуют, то их голос лишь в редких случаях влияет на принятие решения, т.к. мажоритарный акционер, обладая большим количеством акций, принимает те решения, которые считает нужными.

Размер дивиденда на привилегированные акции

Размер дивиденда на привилегированные акции прописывается в Уставе организации. Обычно это процент от прибыли или от номинальной стоимости, также бывает и фиксированный диви-

**конвертация
привилегированных
акций в обыкновенные
способна снизить
дисконт
до минимума
или даже
ликвидировать
его совсем**

денд (определенная фиксированная сумма). На практике же мажоритарные акционеры обычно пренебрегают правами владельцев привилегированных акций, зафиксированных в Уставе. Владея крупным пакетом обыкновенных акций, мажоритарные акционеры не боятся, что в случае невыплаты дивидендов на привилегированные акции их акции станут голосующими. Получив право голоса, миноритарные акционеры не могут повлиять на принятия решений, т.к. доля привилегированных акций в уставном капитале акционерного общества составляет максимально 25%. Невыплата дивидендов увеличивает дисконт привилегированных акций.

Размер дивиденда, а точнее размер дивидендной доходности является важным обстоятельством, влияющим на размер дисконта привилегированных акций. На фондовом рынке, за редким исключением, существует прямая связь между размером дивидендной доходности и размером дисконта. Размер дисконта составляет минимальное значение (а иногда вообще отсутствует) у эмитентов, увеличивающих или хотя бы выплачивающих дивиденды на привилегированные акции.

К примеру, минимальное значение дисконта к обыкновенным акциям имеют: из ликвидных компаний – Сбербанк, ТНК-ВР и Башнефть; из неликвидных – Гипроспецгаз, ВНИПИгаздобыча. Эти компании объединяют высокие выплаты на привилегированные акции, и поэтому размер дисконта варьируется от 10 до 20%. А акции привилегированные акции таких компаний, как АвтоВАЗ или ГАЗ имеют дисконт от 50% и выше в связи с отсутствием дивидендов на привилегированные акции.

Обыкновенные акции обычно более ликвидны, т.е. по ним объем торгов выше, чем по привилегированным акциям, поэтому многие инвесторы отдают им свое предпочтение. Как правило, чем выше разница в ликвидности обыкновенных и привилегированных акций, тем больше разница в цене.

На размер дисконта также могут повлиять различные корпоративные события в организации, такие как:

- изменение устава в части дивидендов на привилегированные акции;
- конвертация привилегированных акций в обыкновенные.

Изменение Устава организации в части размера дивиденда на привилегированные акции способно увеличить или сократить размер дисконта. Так как владельцы привилегированных акций в основном миноритарные акционеры, чаще всего изменение размера дивиденда идет в сторону его уменьшения. Однако для внесения изменений в устав необходимо согласие 75% всех владельцев привилегированных акций.

Конвертация привилегированных акций в обычные способна снизить дисконт до минимума или даже ликвидировать его совсем. Конвертации крайне редко встречаются на российском фондовом рынке.

Наличие менеджмента компании в числе акционеров, владельцев привилегированных акций позитивно влияет на размер дисконта привилегированных акций, т.к. риск невыплаты дивидендов резко снижается.

Помимо вышеперечисленных факторов существует еще один аспект – исторически сложившийся дисконт. Под исторически сложившимся дисконтом понимают соотношение одной привилегированной акции к одной обычной акции на протяжении продолжительного периода времени (обычно 5–10 лет). Данный фактор целесообразно учитывать только у ликвидных компаний, акции которых торгуются на бирже уже не один год. Так как российский фондовый рынок еще молод, список ликвидных акций, имеющих столь длительную корпоративную историю, крайне мал. Поэтому в российских реалиях учитывать этот аспект не представляется возможным.

Размер дисконта привилегированных акций изменяется на фондовом рынке в сторону увеличения или уменьшения под воздействием выше озвученных факторов. На бирже под воздействием низкой ликвидности случаются перекосы в сторону крайне низкой оценки привилегированных акций (дисконт доходит до 90!!!), но со временем «невидимая рука» рынка расставляет все на свои места и дисконт возвращается к среднему значению по рынку в целом. Рассмотрим размер дисконта в разрезе ликвидных российских и иностранных компаний, неликвидных компаний, а также сделок слияния и погашения.

***наличие
менеджмента
компании в числе
акционеров,
владельцев
привилегированных
акций позитивно
влияет на
размер дисконта
привилегированных
акций***

Размер дисконта в разрезе ликвидных российских и иностранных компаний, неликвидных компаний, а также сделок слияния и погашения

Рыночные цены и величина дисконта акций определялись на 02.04.2013. Как видно из *таблицы 1*, размер дисконта ликвидных привилегированных акций находится в диапазоне 22,5–46%. Максимальный дисконт наблюдается в акциях Холдинга МРСК, а минимальный – в акциях Сбербанка. Исторически сложившийся диапазон дисконта на российском фондовом рынке составляет 15–50%. Выход из этого диапазона случается крайне редко и обусловлен обычно корпоративными новостями.

Для сравнения дисконтов российских и иностранных акций нами были выбраны наиболее ликвидные немецкие акции, которые представлены в *таблице 2*. Диапазон дисконта привилегированных акций к обыкновенным составляет 0,21 до 5,5%, также следует отметить, что у таких компаний, как Metro (ритейлер) и Henkel (бытовая химия), привилегированные акции торгуются с премией к обыкновенным. Дисконт ликвидных привилегированных акций российских компаний на порядок выше (от 22,5% до 46%), этот факт можно объяснить страновым риском который закладывается биржевыми игроками. В акциях неликвидных эмитентов, или, как их часто называют, «акциях третьего эшелона», диапазон дисконта колеблется от нулевого дискона (а бывает даже премии к обыкновенной акции) к обыкновенной акции до 90% дискона. Нами были отобраны и проанализированы величины дисконтов разных низко ликвидных эмитентов из разных секторов экономики.

В *таблице 3* представлены различные компании, а также оценочный дисконт привилегированных акций к обыкновенным. Отсутствие дискона в таких компаниях, как Ростоэнергосбыт и Воронежская энергосбытовая компания, объясняется качеством корпоративного управления материнской компанией ТНС-энерго, так, например, размер дивидендов на одну обыкновенную и привилегированную акцию одинаков. В ходе реорганизации ТНС-энерго путем объединения дочерних компаний на базе ТНС-энерго обыкновенные

исторически сложившийся диапазон дискона на российском фондовом рынке составляет 15–50%

Таблица 1

**Величина дисконта ликвидных привилегированных акций
к обыкновенным**

Эмитент	Цена обыкновенной акции	Цена привилегированной акции	Величина дисконта
Сургутнефтегаз	28,07	21,75	22,50
Сбербанк	98,16	74,55	24,05
Ростелеком	120,00	88,48	26,20
Холдинг МРСК	1,66	1,06	36,10
Татнефть	203,00	109,60	46,00

Таблица 2

**Величина дисконта ликвидных немецких привилегированных
акций к обыкновенным**

Эмитент	Цена обыкновенной акции	Цена привилегированной акции	Величина дисконта
MAN	84,49	84,31	0,21
Metro	23,10	23,12	отсутствует
FMC	52,55	52,30	0,47
RWE	26,83	25,33	5,50
Henkel	59,35	71,04	отсутствует

Таблица 3

**Величина дисконта неликвидных привилегированных акций
к обыкновенным**

Эмитент	Цена обыкновенной акции	Цена привилегированной акции	Величина дисконта
Ростовэнергосбыт	0,335	0,335	отсутствует
Воронежская энерго-сбытовая компания	15,070	14,700	2,4
АвтоВАЗ	15,070	5,070	59,3
Башнефть	1910,000	1317,000	31,1
ГАЗ	1350,000	800,000	40,7
Дорогобуж	16,200	17,400	отсутствует
Ленэнерго	5,750	13,800	отсутствует
Порт Ванино	124000,000	124000,000	90,0
Аэропорт Толмачево	988,000	280,000	72,2
ТГК-2	0,00181	0,0022	отсутствует

и привилегированные акции были оценены одинаково. Совокупность этих факторов объясняет отсутствие дисконта.

в акциях неликвидных эмитентов диапазон дисконта колеблется от нулевого дисконта к обыкновенной акции до 90% дисконта

Если дисконт привилегированных акций АвтоВАЗа (59,3%) и ГАЗ (40,7%) еще как-то можно объяснить невыплатой дивидендов, то дисконт в акциях Порта Ванино (90%) и Аэропорта Толмачево (72,2%) можно списать только на их неликвидность акций или на уровень корпоративного управления. По привилегированным акциям обеих компаний (согласно Уставу) выплачиваются дивиденды в размере 10% от чистой прибыли.

Но сложившиеся на рынке котировки акций, а в следствии и величина дисконта привилегированных акций, не всегда, а точнее очень редко, отражают реальную их стоимость при оценке. В нижеприведенной таблице 4 проанализированы дисконты привилегированных акций к обыкновенным, рассчитанные оценочными компаниями при сделках слияния и поглощения.

Как видно из таблицы 4, диапазон дисконта колеблется от 0 до 61%. Отсутствует дисконт у таких компаний, как Воронежская энергосбытовая компания и Ростовэнергосбыт. Приемлемые величины дисконта (до 25%) наблюдались при реорганизации РАО ЕЭС, Башнефти, МРК, Башкирэнерго, а также при переходе дочерних компаний Роснефти на одну акцию. Довольно низко были оценены привилегированные акции Ростелекома, Петербургской

Таблица 4
Величина дисконта привилегированных акций
в результате сделок M&A

Эмитент	Цена обыкновенной акции	Цена привилегированной акции	Величина дисконта
Ростовэнергосбыт	0,38	0,38	отсутствует
Воронежская энергосбытовая компания	13,20	13,20	отсутствует
Дочки Роснефти	-	-	25,0
Дочки Башнефти	-	-	44,5
Башкирэнерго	33,42	25,40	24,0
ПСК	15,00	8,57	40,0
Ростелеком	136,05	95,24	30,0
Сильвинит	27930,00	10860,00	61,0
Башнефть	1784,00	1397,00	21,6
МРК (региональные телекомы)	-	-	21,6
РАО ЕЭС	32,15	29,44	8,4

сбытовой компании, а также привилегированные акции дочерних структур Башнефти (дисконт составил более 40%). С 60% дисконтом были оценены привилегированные акции Сильвинита при слиянии одноименной компании с Уралкалием. Один из крупных миноритарных акционеров Сильвинита – Акрон даже пытался через суд оспорить оценку акций, но безрезультатно. Несмотря на то, что оснований оценивать привилегированные акции так дешево не было.

Как правило, величина дискона характеризует не только качество корпоративного управления, но и отношение к миноритарным акционерам.

Чем выше дисконт, тем ниже качество корпоративного управления, а следовательно, и ниже капитализация компании. Очень часто применимо к российскому фондовому рынку приходится слышать слова о недооценке акций наших компаний по сравнению с аналогичными компаниями в Европе и Америке. Однако на международных рынках качество корпоративного управления выше, чем у нас, привилегированные акции торгуются там с минимальным дисконтом или даже с премией к обыкновенным. Именно поэтому российский фондовый рынок торгуется с огромным дисконтом к развитым рынкам.

Выводы

Размер дискона привилегированных акций на российском рынке складывается из ряда факторов, таких как:

- 1) размер дивиденда;
- 2) ликвидность акций;
- 3) изменение устава в части дивидендной политики;
- 4) возможная конвертация привилегированных акций в обыкновенные;
- 5) владение привилегированными акциями менеджментом компаний;
- 6) исторически сложившийся дисконт.

Размер дискона российских привилегированных акций на порядок выше зарубежных. Дисконт акций ликвидных немецких компаний не превышает 5%, в то время как в России доходит до 50%. Оценка привилегированных акций для сделок слияния и поглощения указывает на качество кор-

*сложившиеся
на рынке котировки
акций очень редко
отражают реальную
их стоимость*

*...величина
дисконта
характеризует
не только качество
корпоративного
управления,
но и отношение
к миноритарным
акционерам*

поративного управления и отношения к миноритарным акционерам. Там, где это качество на высоком уровне, дисконт привилегированных акций к обыкновенным отсутствует или не превышает 20%.

Литература

1. Котировки ликвидных акций [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finam.ru>.
2. Архив внебиржевых сделок по инструментам на дату [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rts.ru/ru/expit/trades.html>.
3. Котировки немецких акций [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ariva.de>.

pn

Ilya S. Guber
Postgraduate,
Syktyvkar State University

Discount of preferred shares in the stock market

Abstract

This article analyzes the existing discounts of preferred shares on the stock exchange. The reasons, affecting the amount of rate, are examined, specific assessments of preferred shares are also analyzed.

Keywords: assessment, mergers and acquisitions, shares, discount