

# ОБ ОПРЕДЕЛЕНИИ СПРАВЕДЛИВОЙ И ЭКОНОМИЧЕСКИ ОБОСНОВАННОЙ ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ

О. С. Беломытцева, Д. М. Хлопцов

Национальный исследовательский Томский государственный университет,  
Томск, Россия

*Привилегированная акция на российском рынке ценных бумаг является пока ограниченно используемым инструментом, представляющим собой гибрид между обыкновенной акцией и облигацией. В предпринимательской среде возникают споры относительно определения именно ликвидационной стоимости, которая отличается от балансовой, рыночной, номинальной. Авторы анализируют природу привилегированной акции с экономической точки зрения, обычаи сложившегося в РФ делового оборота и разрабатывают методику определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций.*

*Ключевые слова:* привилегированная акция, ликвидационная стоимость, номинал, дивиденды.

Законодательство Российской Федерации в области акционерных отношений не дает ответа на вопрос относительно точного определения ликвидационной стоимости привилегированных акций. Кодекс корпоративного управления<sup>1</sup> также не содержит рекомендаций по данному вопросу. В учебной, методической и научной литературе отсутствуют методики определения ликвидационной стоимости привилегированных акций. При этом прилагаемые «справедливая» и «экономически обоснованная» применительно к ликвидационной стоимости привилегированных акций определены Верховным судом РФ<sup>2</sup> при рассмотрении акционерных споров. В связи с этим перед авторами встала задача разработать методику определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций фактически «с нуля». Алгоритм действий авторов при разработке данной методики состоит в следующем.

1. Определение экономических теорий, объясняющих понятие справедливости, экономической обоснованности применительно к ликвидационной стоимости привилегированных акций, а также ожидания и поведение инвесторов.

2. Разработка методологических положений (методологии) исследования справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций (на основе экономических теорий).

3. Разработка методики определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций (на основе методологии).

**Определение справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций основано на следующих экономических теориях:**

– *теории справедливости* – применительно к акционерным отношениям данная теория подразумевает соотношение затрат и результатов инвестирования для владельцев обыкновенных и привилегированных акций;

– *неоклассической теории предпринимательского риска*, согласно которой не существует такого понятия, как гарантированная прибыль на капитал, и поведение компании должно зависеть не только от абсолютной величины прибыли, но и от так называемой «полезности», то есть наиболее благоприятного сочетания ожидаемой величины прибыли и вероятности ее получения;

– *теории принятия решений в условиях риска* – в отношении анализируемого вопроса выбор привилегированных акций свидетельствует об умеренной склонности инвесторов к риску;

– *теории индивидуального благосостояния* – общепринятой мерой экономического благосостоя-

<sup>1</sup> Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

<sup>2</sup> Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда РФ от 12 ноября 2019 г. по делу № 304-ЭС19-11056, А45-19004/2018 / Законы, кодексы и нормативно-правовые акты в Российской Федерации. – 2024. URL: <https://legalacts.ru/sud/opredelenie-sudebnoi-kollegii-po-ekonomicheskim-sporam-verkhovnogo-suda-rf-ot-12112019-po-delu-n-304-es19-11056-a45-190042018/?ysclid=m1666o04jz872848931> (дата обращения: 16.06.2024).

ния индивида является его реальный доход, включая доход, полученный в виде дивидендов и прибыли от продажи (перепродажи) акций;

– *теории рациональных ожиданий* – в случае, когда наилучшая альтернатива недоступна, человек (инвестор) вынужден довольствоваться второй лучшей альтернативой, которая отвечает его требованиям и обеспечивает не менее чем приемлемый уровень благосостояния.

**Методологическая основа разработки методики определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций**

Методологическая основа разрабатываемой методики состоит в следующем.

1. Ликвидационная стоимость любого актива в теории – это цена, по которой актив может быть продан на рынке за короткий срок. Это вероятная цена актива, когда у продавца недостаточно времени для продажи на открытом рынке, что повышает его возможности продажи актива потенциальным покупателям по заниженным ценам.

Согласно ст. 3 Федерального закона № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»<sup>3</sup> *«под ликвидационной стоимостью понимается расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества»*. Таким образом, данный закон подразумевает определение ликвидационной стоимости для целей гражданского оборота, в то время как в уставе ликвидационная стоимость определяется не для продажи или иного оборота привилегированных акций, а для защиты прав акционеров в долгосрочной (неопределенной по времени) перспективе.

Ликвидационная стоимость может быть результатом принудительной ликвидации или добровольной (упорядоченной) ликвидации. При этом любая ликвидация предполагает, что продажа осуществлена продавцом, который вынужден продать. *Таким образом, ликвидационная стоимость объекта всегда меньше справедливой рыночной (реальной) стоимости актива. Ликвидационная стоимость – это стоимость минимальная, аварийная, со значительным дисконтом, дающая инвестору возможность возместить лишь минимальные затраты.*

2. Привилегированная акция представляет собой гибридный финансовый инструмент между обыкновенной акцией и облигацией.

Владелец облигаций (позиция кредитора) располагает фиксированным и первоочередным

правом на основную сумму долга и проценты. Номинал по облигациям – это базовая сумма долга, которая выплачивается при погашении и на которую начисляются проценты. Владелец акций (позиция партнера) принимает на себя основные риски и доли в прибылях компании, акционером которой он является.

Более высокая степень надежности присуща облигациям как классу, тогда как большие возможности получения спекулятивной прибыли, которые компенсируют более высокие потенциальные убытки, приносят акции. Между акциями и облигациями существует контраст юридического статуса и характера инвестиций.

Привилегированная акция, с одной стороны, наравне с обыкновенной подразумевает доленое участие в капитале акционерного общества, дает право на получение дивидендов, участие в управлении обществом (в определенных ситуациях) и на получение части имущества при ликвидации. С другой стороны, привилегированная акция как некое подобие облигации подразумевает получение фиксированных (возможно, минимальных) дивидендов и дополнительных выплат при ликвидации компании. Схожесть привилегированной акции с облигацией отмечают многие авторы, например, классики анализа ценных бумаг Б. Грэхем и Д. Додд [1], Н. И. Берзон [2], современные исследователи А. Е. Абрамов, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова [3] и другие авторы. *Поскольку облигация традиционно подразумевает выплату процента (купона) и номинальной стоимости в определенный срок, то применительно к привилегированным акциям процент (купон) аналогичен дивиденду [4], а ликвидационная стоимость – номинальной стоимости.*

Привилегированные акции покупаются с целью получения фиксированного дохода, обеспечения высокой надежности основной суммы долга и возможного прироста курсовой стоимости (при условии биржевого обращения). Следует отметить, что многие акции допускаются к биржевой торговле (проходят листинг) уже в процессе многолетней успешной деятельности акционерного общества. Акционеры, соответственно, получают выгоды от биржевого обращения существенно позднее.

Владелец привилегированных акций рассматривает себя не как партнера по соответствующему бизнесу, а как обладателя права, имеющего более высокий приоритет по сравнению с интересом партнеров, то есть владельцев обыкновенных акций. *Владельцы привилегированных акций являются партнерами или владельцами соответствующего бизнеса лишь в техническом, правовом смысле; но они имеют больше общего с владельцами облигаций в том, что касается целей и ожидаемых результатов их инвестиций.* Данное положение основано на теории предприни-

<sup>3</sup> Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (действ. в ред. от 14.02.2024) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

матерского риска, теории принятия решений в условиях риска и неопределенности, теории рациональных ожиданий.

3. Федеральный закон № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»<sup>4</sup> содержит следующие положения в отношении ликвидационной стоимости привилегированных акций:

– согласно п. 2 ст. 32, в уставе акционерного общества должна быть определена «стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа... *Ликвидационная стоимость определяется в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций...* Ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считается определенной также, если уставом общества установлен порядок ее определения». *По обыкновенным акциям термин «ликвидационная стоимость» не употребляется, в уставе не указывается»;*

– в соответствии с п. 1 ст. 23 оставшееся после завершения расчетов с кредиторами имущество ликвидируемого акционерного общества распределяется ликвидационной комиссией между акционерами в следующей очередности:

«в первую очередь осуществляются выплаты по акциям, которые должны быть выкуплены в соответствии со статьей 75 "Выкуп акций обществом по требованию акционеров" Федерального закона № 208-ФЗ;

во вторую очередь осуществляются выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям, и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;

в третью очередь осуществляется распределение имущества ликвидируемого общества между акционерами-владельцами обыкновенных акций и всех типов привилегированных акций» (остаточная стоимость – авт.).

Таким образом, авторы настоящей статьи пришли к следующим промежуточным выводам:

– термин «ликвидационная стоимость» в Федеральном законе № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» используется в ином контексте, нежели в Федеральном законе № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»<sup>5</sup>, и подразумевает выплату владельцам привилегированных акций при ликвидации акционерного общества;

– положение Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» о возможности определения ликвидационной стоимости в процентах к номинальной стоимости говорит о потен-

циальной возможности определения данного показателя ниже номинальной стоимости;

– в случае ликвидации акционерного общества акционеры-владельцы привилегированных акций могут получить компенсацию за принадлежащие им привилегированные акции дважды: как в виде собственно ликвидационной стоимости, определенной в уставе (во вторую очередь), так и в виде части распределяемого имущества (наравне с владельцами обыкновенных акций, в третью очередь, фактически это остаточная стоимость).

Ликвидационная стоимость привилегированных акций фактически подразумевает дублирование выплат акционерам-владельцам привилегированных акций при ликвидации акционерного общества.

Вывод по пп. 1–3 методологии: исходя из гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, максимальный размер ликвидационной стоимости по привилегированным акциям – это стоимость, внесенная в уставный капитал при учреждении акционерного общества (100 % к номинальной стоимости).

4. В условиях отсутствия ясного алгоритма определения ликвидационной стоимости привилегированных акций проявляется необходимость руководствоваться обычаями делового оборота. Более того, сложившиеся в РФ обычаи делового оборота могут подтвердить или опровергнуть положения авторской методологии. Как известно, обычаи делового оборота – это сложившиеся и широко применяемые в какой-либо области предпринимательской деятельности правила поведения, не предусмотренные законодательством, независимо от того, зафиксированы ли они в каком-либо документе или нет (ст. 5 ГК РФ). При этом применение обычаев делового оборота не противоречит экономической теории рациональных ожиданий, которая утверждает, что люди основывают свои решения на трех основных факторах: своей человеческой рациональности, доступной им информации (в том числе в области применения обычаев делового оборота) и своим прошлым опытом (в области применения обычаев делового оборота).

На возможность применения обычаев делового оборота в акционерных отношениях прямо указывает и Кодекс корпоративного управления<sup>6</sup>:

– «надлежащее корпоративное управление не может быть обеспечено только нормами законодательства»<sup>7</sup>;

<sup>4</sup> Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (действ. в ред. от 08.08.2024) «Об акционерных обществах».

<sup>5</sup> Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (действ. в ред. от 14.02.2024) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

<sup>6</sup> Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

<sup>7</sup> Там же, п. 2.

– «многие вопросы, связанные с корпоративным управлением, лежат за пределами законодательной сферы и имеют этический, а не юридический характер. Многие положения законодательства, регулирующие в том числе корпоративное управление, основываются на этических нормах и на нормах общепринятой деловой практики»<sup>8</sup>;

– «законодательство устанавливает и должно устанавливать только общие обязательные правила. ...Поэтому часто законодательство либо вообще не содержит норм, регулирующих соответствующие отношения (причем далеко не всегда отсутствие регулирования является пробелом в законодательстве), либо устанавливает общее правило, оставляя за участниками таких отношений возможность выбора варианта поведения;

– законодательство оказывается не в состоянии своевременно реагировать на изменения практики корпоративного управления, поскольку внесение изменений в законодательство требует значительного времени»<sup>9</sup>.

Таким образом, применение обычаев делового оборота к определению ликвидационной стоимости привилегированных акций с экономической точки зрения логично и обоснованно. В качестве таковых могут быть приняты варианты определения ликвидационной стоимости привилегированных акций, заимствованные из уставов других российских акционерных обществ, выпустивших привилегированные акции, независимо от вида их деятельности.

5. Ликвидационную стоимость привилегированной акции некорректно определять в зависимости от рыночной стоимости акционерного общества на конкретную дату или доли в ней, а также иных показателей, связанных с финансовыми результатами деятельности акционерного общества, включая чистую прибыль, величину дивидендов, а также величины активов (имущества) акционерного общества без учета обязательств по следующим причинам:

– акционерное общество может иметь прибыльные и убыточные периоды деятельности, поэтому изъятие части рыночной стоимости «на пике» (в период высокой прибыли) лишает акционерное общество ресурсов для дальнейшего развития и ставит остающихся в обществе акционеров в неравные условия по сравнению с акционерами выбывшими. При этом «корпоративное управление должно быть основано на принципе устойчивого развития общества и повышения отдачи от инвестиций в акционерный капитал в долгосрочной перспективе», «основными целями корпоративного управления являются создание

действительной системы обеспечения сохранности предоставленных акционерами средств и их эффективного использования, снижение рисков, которые инвесторы не могут оценить и не хотят принимать и необходимость управления которыми в долгосрочном периоде со стороны инвесторов неизбежно влечет снижение инвестиционной привлекательности компании и стоимости ее акций»<sup>10</sup>;

– выплата ликвидационной стоимости подразумевает ликвидацию акционерного общества, а не его развитие;

– подобный подход не учитывает расчетов с кредиторами.

По мнению авторов настоящей статьи, выплата ликвидационной стоимости привилегированных акций не должна ставить в заведомо невыгодное положение владельцев обыкновенных акций. Данное положение основано на теории справедливости и теории индивидуального благосостояния.

6. Действующий в РФ Кодекс корпоративного управления провозглашает равенство условий для владельцев акций одной категории (типа). Основные положения и практика корпоративного управления «должны обеспечивать равенство условий для всех акционеров-владельцев акций одной категории (типа), включая миноритарных (мелких) акционеров и иностранных акционеров, и равное отношение к ним со стороны общества»<sup>11</sup>. Данное положение основано на теории справедливости и теории индивидуального благосостояния.

Обыкновенные и привилегированные акции – принципиально разные финансовые инструменты. Термин «привилегия» в отношении привилегированных акций состоит в первоочередности (фиксированном размере дивиденда и выплате ликвидационной стоимости). Привилегия компенсируется большей надежностью, меньшим риском и меньшей доходностью. При этом права владельцев обыкновенных и привилегированных акций существенно различаются, и акционеры осознают это, приобретая тот или иной инструмент. Таким образом, финансовая отдача (дивиденды, прирост курсовой стоимости) по обыкновенным и привилегированным акциям могут быть совершенно различны, что не ущемляет прав владельцев, а лишь соответствует экономической природе обыкновенных и привилегированных акций. При этом «целью применения стандартов корпоративного управления является защита интересов всех акционеров (и миноритариев, и мажоритариев – авт.), независимо от размера пакета акций, которым они владеют»<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Там же, п. 3.

<sup>9</sup> Там же, п. 2.

<sup>10</sup> Там же, п. 4 и введение.

<sup>11</sup> Там же, часть А, принципы корпоративного управления, п. 1.3.

<sup>12</sup> Там же, введение.

**Сложившиеся в Российской Федерации обычаи делового оборота в отношении определения ликвидационной стоимости привилегированных акций**

Авторами проанализированы уставы 63 российских акционерных обществ, выпустивших привилегированные акции. Данные инструменты допущены к торгам на Московской бирже по состоянию на 31 марта 2024 г., информация о них была получена посредством фильтрации всех обращающихся на бирже инструментов по признаку «привилегированная акция»<sup>13</sup>. Уставы эмитентов привилегированных акций доступны на интернет-сайтах самих эмитентов, а также на сайте Интерфакс<sup>14</sup>.

В Индекс широкого рынка Московской Биржи включены 11 привилегированных акций, обращающихся на Московской Бирже по состоянию на 31 марта 2024 г. Индекс широкого рынка Московской Биржи включает 99 акций, отобранных самой биржей на основании критериев ликвидности, капитализации и доли акций, находящейся в свободном обращении (free-float), и является основой для формирования баз расчета остальных индексов Московской Биржи. В базу расчета индекса включаются акции, коэффициент free-float которых составляет не менее 5 %<sup>15</sup>. Таким образом, в Индекс широкого рынка Московской Биржи входят эмитенты, демонстрирующие на российском рынке лучшие практики корпоративного управления и акционерных отношений.

У четырех эмитентов привилегированных акций из 11, входящих в Индекс широкого рынка Московской Биржи (ПАО «Татнефть», ПАО «Ростелеком», ПАО «МГТС» и ПАО «Россети Ленэнерго»), ликвидационная стоимость привилегированных акций определена в размере 100 % к номинальной стоимости (приравнена к номинальной). Следует отметить, что ПАО «Татнефть», ПАО «Ростелеком» и ПАО «Россети Ленэнерго» являются акционерными обществами с долей государственного участия. У пяти из 11 эмитентов ликвидационная стоимость привилегированных акций в уставах не определена (ПАО «Казаньоргсинтез», ПАО «Нижнекамскнефтехим», ПАО «Транснефть», ПАО «Сургутнефтегаз» и ПАО Сбербанк). При этом в уставах названных пяти эмитентов о ликвидационной стоимости либо в принципе умалчивается, либо присутствует размытая формулировка о возможности в случае ликвидации получать часть имущества, что равносильно третьей очереди распределения имущества ликвидируемого акционерного общества и по сути представляет собой остаточную стоимость. В Уставе ПАО «Башнефть» ликвидационная стоимость привилегированной акции

составляет 10 % к номинальной стоимости этой акции. У оставшегося одного эмитента (АО «Мечел») в уставе указано, что ликвидационная стоимость на одну привилегированную акцию составляет часть имущества организации, пропорциональную доле одной привилегированной акции в уставном капитале, т.е. аналогично обыкновенной акции.

*Таким образом, сложившиеся в РФ обычаи делового оборота на основе выборки эмитентов из Индекса широкого рынка Московской биржи (лучших практик корпоративного управления) предусматривают четыре варианта определения ликвидационной стоимости привилегированных акций в уставах:*

– умалчивание о размере ликвидационной стоимости привилегированной акции (самый распространенный вариант, пять эмитентов из 11);

– приравнивание ликвидационной стоимости привилегированной акции к 100 % от номинальной стоимости (также весьма распространенный вариант, четыре эмитента из 11);

– определение ликвидационной стоимости привилегированной акции в размере 10 % к номинальной стоимости (нераспространенный вариант, один эмитент из 11);

– определение ликвидационной стоимости привилегированной акции как части имущества организации, пропорциональной доле одной привилегированной акции в уставном капитале (нераспространенный вариант, один эмитент из 11).

В связи с недостаточным числом эмитентов привилегированных акций в Индексе широкого рынка Московской биржи авторами настоящей статьи было принято решение проанализировать более широкую выборку, а именно уставы всех 63 эмитентов, чьи привилегированные акции допущены к торгам на Московской бирже. При этом следует отметить, что популярными на российском рынке являются только пять привилегированных акций: ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО Сбербанк, ПАО «Транснефть», ПАО «Татнефть», АО «Мечел».

У 29 из 63 эмитентов ликвидационная стоимость привилегированных акций определена в размере 100 % к номинальной стоимости (приравнена к номинальной). У 22 из 63 эмитентов ликвидационная стоимость привилегированных акций в уставах не определена. При этом в названных 22 эмитентов о ликвидационной стоимости либо в принципе умалчивается, либо присутствует размытая формулировка о возможности в случае ликвидации получать часть имущества, что равносильно третьей очереди распределения имущества ликвидируемого акционерного общества и по сути представляет собой

<sup>13</sup> Поиск акций / Московская биржа. – 2024. URL: [https://www.moex.com/s3122#/?bg%5B%5D='stock\\_d\\_tplus'&sec\\_type%5B%5D='stock\\_preferred\\_share'&index%5B%5D=&issued%5B%5D='2003-07-10','2024-03-31'](https://www.moex.com/s3122#/?bg%5B%5D='stock_d_tplus'&sec_type%5B%5D='stock_preferred_share'&index%5B%5D=&issued%5B%5D='2003-07-10','2024-03-31') (дата обращения: 16.09.2024).

<sup>14</sup> Центр раскрытия корпоративной информации / Интерфакс. – 2024. URL: <https://www.e-disclosure.ru/> (дата обращения: 16.09.2024).

<sup>15</sup> Индекс широкого рынка / Московская биржа. – 2024. URL: <https://www.moex.com/ru/index/MOEXBMI> (дата обращения: 16.09.2024).

остаточную стоимость. В уставах АМО ЗИЛ, ПАО «ТГК-2», ПАО «Ростсельмаш», ПАО «Химпром» не содержится информация об определении ликвидационной стоимости привилегированной акции, хотя и упоминается само определение «ликвидационной стоимости». В уставах трех эмитентов (ПАО «Башнефть», ПАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез», ПАО «Уфаоргсинтез») ликвидационная стоимость привилегированной акции составляет 10 % от номинальной стоимости акции.

Ликвидационная стоимость привилегированных акций определяется уставом СХ ПАО «Белореченское» как фиксированная сумма (15 000 рублей для привилегированных акций и 10 000 рублей для привилегированных акций типа В). В уставе ПАО «Красный октябрь» закреплено, что «общество в случае его ликвидации гарантирует направить на выплату ликвидационной стоимости акционерам-владельцам привилегированных акций 1997 г. выпуска 15 процентов от стоимости имущества, оставшегося после расчетов с кредиторами и выплат по акциям, а владельцам привилегированных акций типа «Б» – 15 процентов от стоимости имущества, оставшегося после расчетов с кредиторами, выплат по акциям, которые должны быть выкуплены в соответствии с требованиями законодательства, и выплат ликвидационной стоимости акционерам-владельцам привилегированных акций 1997 г. выпуска». Согласно уставу ПАО «ЦМТ», ликвидационная стоимость определяется в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций на основании решения Совета директоров. Необходимо также отметить, что устав ПАО «Синтез» не представлен в открытом доступе в сети Интернет.

Таким образом, сложившиеся в РФ обычаи делового оборота на основе широкой выборки эмитентов (63 эмитента) предусматривают два основных варианта определения ликвидационной стоимости привилегированных акций в уставах:

– приравнивание ликвидационной стоимости привилегированной акции к 100 % номинальной стоимости (самый распространенный вариант, 29 эмитентов из 63);

– умалчивание о размере ликвидационной стоимости привилегированной акции (распространенный вариант, 22 эмитента из 63).

Сложившиеся в РФ обычаи делового оборота подтверждают выводы по пп. 1–3 методологии, а именно – положение о том, что максимальный размер ликвидационной стоимости по привилегированным акциям – это стоимость, внесенная в уставный капитал при учреждении акционерного общества (100 % к номинальной стоимости). Минимальный размер ликвидационной стоимости по привилегированным акциям составляет 10 % к номинальной стоимости. Таким образом, диапазон колебания ликвидационной стоимости привилегированных акций составляет от 10 до 100 % к номинальной стоимости.

### **Методика определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций**

Данная методика основана на приведенных выше положениях методологии определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций, включая сущность понятия ликвидационной стоимости, ее законодательное применение в отношении привилегированных акций, гибридный статус привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сложившиеся обычаи делового оборота по определению ликвидационной стоимости в уставах акционерных обществ, невозможность «привязки» ликвидационной стоимости к рыночной стоимости общества или его финансовым результатам, равенство условий для владельцев акций одной категории (пп. 1–6 методологии).

К критериям, определяющим этапы методики определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций и последовательность действий эксперта, относятся:

– момент определения ликвидационной стоимости по привилегированным акциям в уставе (создание / функционирование / реорганизация / ликвидация акционерного общества);

– выплата или невыплата дивидендов по привилегированным акциям, наличие прочих выплат по привилегированным акциям;

– обращаемость или необращаемость привилегированных акций эмитента на биржевом рынке.

Методика определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций включает следующие этапы:

Этап 1. Определение ситуации, в которой акционерным обществом определяется ликвидационная стоимость привилегированных акций в уставе. Возможные варианты:

1а. Учреждение акционерного общества – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сущности ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в размере 100 % к номинальной стоимости.

1б. Функционирование / реорганизация акционерного общества – в данном случае происходит переход к этапу 2.

Этап 2. Подсчет суммы дивидендов, суммарно выплаченных по привилегированным акциям, а также прочих выплат владельцам привилегированных акций, включая выплаты при деноминации акций, уменьшении уставного капитала иными способами, иных подобных выплат. Возможные варианты:

2а. Сумма выплаченных дивидендов и прочих названных выплат по привилегированным акциям за все годы существования акционерного общества меньше номинальной стоимости – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в размере 100 % к номинальной стоимости.

2б. Сумма выплаченных дивидендов и прочих названных выплат по привилегированным акциям за все годы существования акционерного общества больше номинальной стоимости – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в диапазоне от 10 до 100 % к номинальной стоимости.

2в. Дивиденды по привилегированным акциям не выплачивались, прочие выплаты не осуществлялись – в данном случае происходит переход к этапу 3.

*Этап 3.* Определение статуса привилегированной акции как торгуемой (обращающейся на бирже) или неторгуемой (не обращающейся на бирже) ценной бумагой. Возможные варианты:

3а. Привилегированная акция обращается на бирже, ее рыночная цена ниже номинальной стоимости – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в размере 100 % к номинальной стоимости.

3б. Привилегированная акция обращается на бирже, ее рыночная цена выше номинальной стоимости – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в диапазоне от 10 до 100 % к номинальной стоимости.

3в. Привилегированная акция не обращается на бирже – в данном случае на основе гибридного статуса привилегированных акций между обыкновенными акциями и облигациями, сути понятия ликвидационной стоимости, ее законодательного применения в отношении привилегированных

акций, сложившихся обычаев делового оборота, справедливо и экономически обоснованно определить ликвидационную стоимость в размере 100 % к номинальной стоимости.

При анализе конкретных ситуаций по определению в уставах акционерных обществ ликвидационной стоимости привилегированных акций рекомендуется соотносить затраты и выгоды акционеров – владельцев привилегированных акций.

Методика определения справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций, разработанная авторами настоящей статьи О. С. Беломытцовой и Д. М. Хлопцовым, была обсуждена и одобрена на заседании Учебно-методической комиссии Института экономики и менеджмента Национального исследовательского Томского государственного университета 18 апреля 2024 г. (протокол № 3) для последующей публикации в российских научных журналах и использования в образовательном процессе.

### Заключение

*По мнению авторов настоящей статьи, при определении справедливой и экономически обоснованной ликвидационной стоимости привилегированных акций следует исходить из момента определения ликвидационной стоимости (этапа деятельности акционерного общества – его создание / функционирование / реорганизация / ликвидация), факта выплаты (или невыплаты) дивидендов по привилегированным акциям, наличия прочих выплат по привилегированным акциям, обращаемости или необращаемости привилегированных акций на биржевом рынке. На основе сложившихся в РФ обычаев делового оборота максимальное значение ликвидационной стоимости на практике равняется номиналу привилегированной акции.*

### Литература

1. Грэхем Б., Додд Д. Анализ ценных бумаг: классическое издание 1951 года / Пер. с англ. А. В. Назаренко, О. Л. Пелявского. – 3-е изд. – М. [и др.]: Вильямс, 2015. – 878 с.
2. Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / Н. И. Берзон [и др.]; под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2024. – 514 с.
3. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 3 (31). С. 26–44.
4. Беломытцева О. С. Дивидендные права акционеров в рамках нового Кодекса корпоративного управления / В сборнике: Современный менеджмент: проблемы и перспективы // Материалы X международной научно-практической конфе-

ренции. Министерство образования и науки Российской Федерации, Санкт-Петербургский государственный экономический университет (Санкт-Петербург, 26-27 марта 2015 г.). Ответ-

ственный редактор А. Н. Цветков. – Санкт-Петербург: Издательство: Общество с ограниченной ответственностью «Редакционно-издательский центр "Культ-Информ-Пресс"», 2015. С. 144–148.

*Сведения об авторах*

**Беломиытцева Ольга Святославовна** – доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и учета, директор Центра финансово-экономической экспертизы Национального исследовательского Томского государственного университета, Томск, Россия.  
ORCID: 0000-0001-9350-8660  
E-mail: olbel2001@mail.ru

**Хлопцов Дмитрий Михайлович** – доктор экономических наук, заведующий кафедрой оценки и управления собственностью Национального исследовательского Томского государственного университета, Томск, Россия.  
ORCID: 0009-0003-1786-4876  
E-mail: d.khloptsov@tokko.tomsk.ru

**ON DETERMINATION OF FAIR AND ECONOMICALLY REASONABLE LIQUIDATION VALUE OF PREFERRED SHARES**

**O. Belomyttseva, D. Khloptsov**  
*National Research Tomsk State University,  
Tomsk, Russia*

*A preferred share on the Russian securities market is a limited instrument that is a hybrid between an ordinary share and a bond. In the business environment, disputes arise regarding the definition of the liquidation value, which differs from the balance sheet, market, nominal. The authors analyze the nature of the preferred share from an economic point of view, the customs of the business turnover established in the Russian Federation and develop a methodology for determining the fair and economically justified liquidation value of preferred shares.*

*Keywords:* preferred share, liquidation value, nominal value, dividends.

*References*

1. Grekhem B., Dodd D. *Analiz tsennykh bumag: klassicheskoe izdanie 1951 goda* [Securities analysis: the classic edition of 1951], Moscow, etc.: Vil'yams, 2015, 878 p. (In Russ.).  
2. Berzon N. I. et al. *Rynok tsennykh bumag: uchebnyk dlya vuzov* [Securities market: textbook for universities], Moscow: Izdatel'stvo Yurait, 2024, 514 p. (In Russ.).  
3. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Stocks versus bonds in the strategies of long-term investors, *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut.*

*Finansovyi zhurnal*, 2016, No. 3 (31), pp. 26–44. (In Russ.).  
4. Belomyttseva O. S. Dividend rights of shareholders under the new Corporate Governance Code, *Sovremennyyi menedzhment: problemy i perspektivy* [Modern management: problems and prospects], Materials of the X international scientific and practical conference. Ministry of Education and Science of the Russian Federation, St. Petersburg State University of Economics (St. Petersburg, March 26-27, 2015), St. Petersburg: Izdatel'stvo: Obshchestvo s ogranichennoi otvetstvennost'yu «Redaktsionno-izdatel'skii tsentr "Kul't-Inform-Press"», 2015, pp. 144–148. (In Russ.).

*About the authors*

**Ol'ga S. Belomyttseva** – Doctor of Economics, Professor of the Department of Finance and Accounting, Director of the Center for Financial and Economic Expertise of the National Research Tomsk State University, Tomsk, Russia.  
ORCID: 0000-0001-9350-8660  
E-mail: olbel2001@mail.ru

**Dmitrii M. Khloptsov** – Doctor of Economics, Head of the Department of Property Assessment and Management, National Research Tomsk State University, Tomsk, Russia.  
ORCID: 0009-0003-1786-4876  
E-mail: d.khloptsov@tokko.tomsk.ru