

О. А. Сьомченков

## ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

*У статті на основі узагальнення світової практики використання привілейованих акцій, вивчення вітчизняної нормативної бази, що регулює їх емісію та обіг, а також опрацювання біржової інформації обґрунтовано проблеми функціонування зазначених інструментів в Україні. У контексті дослідження проблем функціонування привілейованих акцій особливу увагу приділено формуванню грошових потоків за інструментом, аргументовано доцільність відмови від одночасної фіксації дивідендів або ліквідаційної (выкупної) вартості. Запропоновано стандартизувати основні характеристики таких видів привілейованих акцій, як некумулятивні, відкличні, з правом погашення й конвертовані. Обґрунтовано потребу в законодавчому закріпленні номінальної, ринкової, выкупної й ліквідаційної вартостей акцій із пропозиціями щодо їх тлумачення. Для створення додаткових важелів оперативного управління акціонерним капіталом та реалізації дивідендної політики, а також для оперативного реагування на ринкову динаміку запропоновано наділити ревізійну комісію правом приймати рішення щодо выкупу акцій власної емісії з подальшим звітом про операції перед загальними зборами. Наведено аргументи щодо можливості піврічної й чотвертальної періодичності виплати дивідендів за привілейованими акціями.*

**Ключові слова:** акціонер, привілейована акція, статутний капітал, дивіденди, дивідендна політика, вартість привілейованих акцій.

Табл. 1. Рис. 3. Літ. 11.

А. А. Сёмченков

## ПРОБЛЕМЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ В УКРАИНЕ

*В статье на основе обобщения мировой практики использования привилегированных акций, изучения отечественной нормативной базы, регулирующей их эмиссию и обращение, а также обработки биржевой информации обоснованы проблемы функционирования привилегированных акций особое внимание уделено формированию денежных потоков по инструменту, аргументирована целесообразность отказа от одновременной фиксации дивидендов или ликвидационной (выкупной) стоимости. Предложено стандартизировать основные характеристики таких видов привилегированных акций, как некумулятивные, отзывные, с правом погашения и конвертируемые. Обоснована необходимость законодательного закрепления номинальной, рыночной, выкупной и ликвидационной стоимостей акций с предложениями по их толкованию. Для создания дополнительных рычагов оперативного управления акционерным капиталом и реализации дивидендной политики, а также для оперативного реагирования на рыночную динамику предложено наделить ревизионную комиссию правом принимать решения о выкупе акций собственной эмиссии с последующим отчетом об операциях перед общим собранием. Приведены аргументы в пользу введения полугодовых и ежеквартальных дивидендов по привилегированным акциям.*

**Ключевые слова:** акционер, привилегированная акция, уставный капитал, дивиденды, дивидендная политика, стоимость привилегированных акций.

© Сьомченков О. А., 2014

Oleksandr Somchenkov

## ISSUES OF PREFERRED SHARES FUNCTIONING IN UKRAINE

*The problems of preferred shares functioning in Ukraine are substantiated based on summarising the international practice of preferred shares' utilisation, studying national legal regulation of their issuing and turnover, as well as processing stock exchange information. In the context of researching issues of preferred shares functioning, particular attention is paid to cash flow formation according to an instrument, the appropriateness of rejection of simultaneous dividend or salvage (surrender) value fixation is substantiated. It is suggested in the article to standardise major characteristics of such types of preferred shares as non-cumulative preferred shares, callable preferred shares, puttable and convertible preferred shares. It is suggested interpretation of nominal, market, surrender and salvage value of shares, and the necessity of their legislative fixing is substantiated. In order to create additional leverage of operational management of capital stock and dividend policy realization, as well as to respond immediately to market dynamics it is suggested to delegate the right to make decisions regarding redemption of shares of their own issue to the auditing commission with further reporting on the general meeting. The arguments concerning the possibility of half-yearly and quarterly payments of preferred share dividends are given.*

**Keywords:** shareholder, preferred share, authorised capital, dividends, dividend policy, preferred share value.

**JEL classification:** G30, G32, Q16.

Теоретичні й прикладні аспекти привілейованих акцій є предметом дослідження багатьох науковців і практиків, зокрема Г. Дж. Александера, В. К. Бансала, Дж. В. Бейлі, Ч. Ф. Лі, Дж. Ф. Маршалла, Дж. І. Фіннерті, У. Ф. Шарпа [1–3]. Проте фундаментальних досліджень, спрямованих на підвищення ефективності використання привілейованих акцій на сучасному етапі розвитку ринкових відносин в Україні, не проводилося. Тому метою статті є визначення проблем функціонування привілейованих акцій в Україні, обґрунтування пропозицій щодо конструювання емісії таких акцій, удосконалення національного законодавства, яке регулює випуск і обіг інструментів, та розвитку інфраструктури відповідного сегмента фондового ринку.

Вітчизняна практика фондової діяльності свідчить, що емітенти не дуже зацікавлені в роботі з привілейованими акціями. За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), протягом 2007–2010 рр. їхня частка в загальній емісії акцій коливалася на рівні 0,03–6,03 % [4] (у звітності НКЦПФР за 2011–2012 рр. інформація про частку привілейованих акцій відсутня). Крім того, привілейовані акції практично не мають обігу на провідних торговельних майданчиках організованого ринку, не є предметом дослідження рейтингових агентств. Проблема полягає в законодавчому регулюванні емісії та обігу таких акцій.

Привілейовані акції з'явилися в Україні під час приватизації, тому їх власниками були переважно фізичні особи, як правило, працівники підприємств і установ, що проходили приватизацію. Основною функцією таких інструментів було визначено підвищення зацікавленості їхніх власників у результатах

діяльності емітента, забезпечення їхньої участі в розподілі створеного прибутку. Таким чином, дивіденди за такими акціями мали стати додатковим до заробітної плати джерелом доходів власників. Щоб уникнути зловживань і маніпуляцій у процесі формування фонду заробітної плати та дивідендного фонду за привілейованими акціями на початкових етапах формування національного фондового ринку, такі дивіденди з позиції оподаткування були прирівняні до заробітної плати.

Відтоді у фондовій справі сталося багато змін, а сприйняття привілейованих акцій так і лишилося на рівні досвіду, набутого в середині 1990-х років. Великі сподівання поклалися на Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 № 514-VI [5], але з його прийняттям радикальних перетворень не відбулося.

Акції є засадничим інструментом акціонерних товариств, що засвідчують майнові й немайнові права їхніх власників щодо товариства — емітента акцій. Основними майновими правами власника акції є: право на дивіденди; право на участь у розподілі майна товариства у випадку його ліквідації; право на придбання або безкоштовне отримання акцій у випадках, визначених законодавством і статутом товариства; право на укладання цивільно-правових угод із акціями відповідно до умов емісії. Немайновими правами власників є: право на участь в управлінні товариством; право на інформацію про діяльність товариства та його корпоративний стан; право на делегування власних повноважень іншим особам тощо.

Відповідно до світової та національної практики акціонерні товариства можуть випускати цінні папери двох типів — прості (звичайні) й привілейовані (преференційні). Обидва типи передбачають внески до статутного капіталу товариства, а отже, власники як простих, так і привілейованих акцій є донорами засадничого капіталу підприємства та його співвласниками. Відсутність розмежування напрямків використання капіталу, наданого співвласниками, за типами акцій визначає їхнє право на участь у збалансованому розподілі результатів діяльності підприємства. Саме діяльність емітента є підґрунтям ефективності інвестування в підприємство шляхом купівлі його акцій. Участь у розподілі результатів визначається майновими й немайновими правами власників простих і привілейованих акцій.

Популярне розмежування простих і привілейованих акцій базується на преференціях власників останніх стосовно дивідендів та можливості отримання частки підприємства при його ліквідації, а також відповідній компенсації цих переваг позбавленням або істотним обмеженням прав на управління акціонерним товариством. Переваги щодо дивідендів проявляються у фіксації їхнього розміру або механізму розрахунку під час випуску інструментів, чіткій періодичності виплат, розширенні джерел, окрім того, стандартною нормою є закріплення обмеження виплати дивідендів за простими акціями при

наявності невиконаних зобов'язань перед власниками привілейованих акцій. Отже, сутність привілейованих акцій полягає в такому: обмеження впливу на підприємство загалом та його результативність зокрема має компенсуватися стабільними доходами та іншими технічними перевагами над власниками простих акцій, на яких покладено основну відповідальність за діяльність підприємства. Перерозподіл прав за типами акцій дає підстави стверджувати, що “збільшення обсягу майнових прав власників привілейованих акцій тягне за собою зменшення обсягу їхніх немайнових прав” [6]. Специфіка привілейованих акцій визначає необхідність обмеження їхньої кількості: до 2003 р. за рахунок зазначених акцій можна було сформувати 10 % статутного капіталу, а з набранням чинності Цивільного кодексу України від 16.01.2003 № 435-IV (ч. 1 ст. 158) цей показник збільшився до 25 % [7]. Таке обмеження закріплено й у Законі “Про акціонерні товариства” (ст. 20).

Далі розглянемо принципові відмінності простих і привілейованих акцій в Україні (таблиця).

Як видно з таблиці, законодавець зафіксував загальноприйняті характеристики привілейованих акцій, враховуючи особливе бачення адаптації їх до

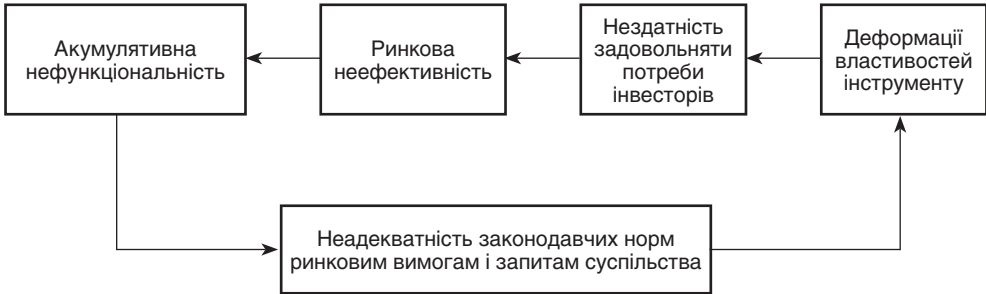
**Таблиця. Основні відмінності простих і привілейованих акцій**

Ознака	Прості акції	Привілейовані акції
Регламентация виплати дивідендів	Закон України “Про акціонерні товариства” та рішення загальних зборів акціонерів	Закон України “Про акціонерні товариства” та статут акціонерного товариства
Розмір дивідендів	За рішенням загальних зборів акціонерів	Фіксуються у статуті
Строк виплати	До шести місяців із дня прийняття загальними зборами рішення про виплату	До шести місяців після закінчення звітного року
Джерела дивідендів	Чистий прибуток звітного року та/або нерозподілений прибуток	Чистий прибуток звітного року та/або нерозподілений прибуток, резервний капітал і спеціальний фонд
Принципове обмеження виплати дивідендів або викупу акції	Поточні дивіденди за привілейованими акціями не виплачено повністю	Поточні дивіденди за привілейованими акціями, власники яких мають перевагу щодо черговості отримання дивідендів, не виплачено повністю
Систематичність виплати дивідендів	Виплати проводяться за рішенням акціонерів, але не частіше одного разу на рік	Щорічно
Право голосу	Непорушне	Тільки у випадках, передбачених частиною п'ятою ст. 26 Закону України “Про акціонерні товариства” та статутом акціонерного товариства
Виплати під час ліквідації*	У восьму й дев'яту чергу (ст. 89 Закону України “Про акціонерні товариства”)	У п'яту, шосту та сьому чергу (ст. 89 Закону України “Про акціонерні товариства”)

\* Черга з першої по четверту закріплена за кредиторами, а з п'ятої по дев'яту, залежно від виду виплати, — за акціонерами.

*Джерело:* Про акціонерні товариства : закон України від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17>; Про господарські товариства : закон України від 19.09.1991 № 1576-XII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>.

національної специфіки корпоративного права та ринкових відносин. Проте інструмент практично не використовується, що зумовлено низкою проблем (рис. 1).



Джерело: побудовано автором.

Рис. 1. Ланцюг проблем привілейованих акцій в Україні

Акумулятивна неефективність привілейованих акцій, яка проявляється в неможливості чи обмеженій можливості залучення коштів емітентом шляхом розміщення інструменту, є кінцевим результатом деформації властивостей останнього. Достатньо ігнорувати одну з фундаментальних властивостей цінного папера, й негативний результат функціонування інструменту стає невідворотним. У свою чергу, відсутність широкої практики використання привілейованих акцій свідчить або про неактуальність цього інструменту в певних умовах, або про невідповідність національного законодавства його природній сутності. Наша позиція однозначна: привілейовані акції є важливим ринковим інструментом, можливості та потенціал якого не реалізовані на теренах України, основною причиною чого є саме недосконалість національного законодавства.

Фундаментальною властивістю привілейованих акцій, на котрій зосередимо увагу, є дохідність. Це характеристика акції, що визначає її цінність для інвестора, базується на грошових потоках, які виникають під час проведення інвестиційної операції. Купуючи цінний папір, інвестор зазначає витрат, котрі для забезпечення дохідності повинні перекриватися надходженнями, що виникають унаслідок реалізації прав власника. У більшості випадків вхідні грошові потоки за акціями забезпечуються з двох основних джерел: дивідендні платежі та гроші від продажу (погашення) інструменту. Досліджувати ці джерела потрібно в комплексі.

Розглянемо чинні норми регулювання грошових потоків за привілейованими акціями. Найпростішим із позиції законодавства потокоутворювальним елементом є дивіденди. Згідно з ч. 3 ст. 30 Закону України “Про акціонерні товариства” розмір дивідендів за привілейованими акціями всіх класів

визначається виключно статутом акціонерного товариства [5]. Такий підхід ґрунтується на історичному досвіді та пройшов випробовування часом, але теперішнє динамічне фінансове середовище зумовлює потребу в його реформуванні. Наприклад, протягом останнього десятиліття активно розширюється сфера застосування кредитних продуктів зі змінними процентними ставками.

Змістове й термінологічне визначення кінцевого грошового потоку за привілейованими акціями, що спрямовується від емітента до власника, теж ставить перед їх потенційними власниками низку запитань. Законодавчо закріплено два терміни, котрі стосуються таких грошових потоків, “ринкова вартість” і “ліквідаційна вартість” [5]. Ціна викупу емітентом розміщених ним акцій не може бути меншою за їхню ринкову вартість, яка у ст. 8 Закону України “Про акціонерні товариства” має два значення: для інструментів, що не перебувають у обігу на фондових біржах, це оціночна вартість (продукт професійної оцінки), а для тих, які є в такому обігу, — вартість, визначена відповідно до законодавства про цінні папери та фондовий ринок. Також, згідно зі ст. 66 цього Закону, ціна викупу або порядок її визначення може закріплюватися рішенням загальних зборів. Ліквідаційна вартість привілейованої акції певного класу — це сума коштів, що належатиме власнику такої акції під час ліквідації акціонерного товариства, проте ст. 26 Закону передбачено обов’язкове закріплення зазначеної вартості у статуті.

Ліквідаційна вартість виконує захисну функцію через урахування її при застосуванні механізмів обмеження виплати дивідендів і викупу акцій за рішенням зборів. Тобто заборонено приймати рішення про виплату дивідендів і викуп акцій, якщо власний капітал підприємства менший від суми статутного й резервного капіталів та розміру перевищення ліквідаційної вартості привілейованих акцій над їхньою номінальною вартістю. Однак такі обмеження не виключають можливості отримання меншої суми, ніж ліквідаційна вартість привілейованої акції під час ліквідації товариства.

Цінність ринкової вартості мінімізується відсутністю на сьогодні привілейованих акцій у котирувальних списках вітчизняних фондових бірж, а вести мову про активне виведення ринковоорієнтованих інструментів на біржовий ринок у майбутньому занадто оптимістично. Так, станом на кінець листопада 2013 р. у біржових списках провідних торговельних майданчиків країни налічується близько 10 випусків привілейованих акцій (усі інструменти позалистингові), з якими не ведеться активна торговельна діяльність. Прикладом найвищої ринкової динаміки є привілейовані акції ПАТ “КБ “Південкомбанк”, із котрими на фондовій біржі “Перспектива” в період з 03.06.2013 по 30.11.2013 було укладено 137 угод на загальну суму 645,9 тис. грн [8]. Утім, цей приклад, по-перше, є винятком, оскільки за іншими привілейованими акціями біржову інформацію знайти складно, по-друге, не виключений технічний характер укладених угод.



Варіант визначення ринкової вартості (точніше, оціночної вартості, що за змістом відрізняється від ринкової) шляхом експертної оцінки теж має недоліки, котрі полягають у недостатньому інформаційному забезпеченні процесу оцінки.

Таким чином, у Законі України “Про акціонерні товариства” майнові права власників привілейованих акцій у частині дивідендів та вартості їхньої частки при ліквідації товариства в більшості випадків визначаються статутом, де фіксується їхній розмір. Подібна регламентація та нормативні підходи створюють низку проблем, основними з яких є такі:

1. Доходи акціонерів — власників привілейованих акцій не залежать від ефективності використання капіталу, наданого ними в розпорядження товариства — емітента корпоративних прав. Вони не беруть участі в розподілі прибутку підприємства, а лише отримують його частину. Це суперечить Принципам корпоративного управління, затвердженим НКЦПФР, де зазначено, що “мета товариства полягає у максимізації добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів” [9]. Якщо виплата фіксованих дивідендів дає змогу максимізувати добробут акціонерів, то виплата суми процентів за кредитними продуктами теж максимізує добробут їх власників, утім, у жодному документі, науковій публікації максимізацію добробуту кредиторів не включено до цілей діяльності товариства.

2. Незрозумілою є підміна в Законі України “Про акціонерні товариства” вартісних характеристик привілейованих акцій та їх специфічне тлумачення. Прикладами цього є ринкова вартість, котра в одному з тлумачень підміняється оціночною вартістю, та ліквідаційна, за якою відбувається викуп емітентом привілейованих акцій під час ліквідації товариства.

3. Фіксуючи дивіденди та ліквідаційну вартість, не закладаючи механізм зростання добробуту акціонерів за ефективної діяльності емітента, законодавець тим самим обмежує вплив на дохідність привілейованих акцій ринкової вартості. Для відкритого розміщення на первинному ринку це може стати проблемою, оскільки, в разі закріплення дивідендів на мінімальному рівні, при зростанні загальної дохідності фондового ринку з моменту їх закріплення за рішенням загальних зборів до моменту продажу випущених акцій вартість стане меншою від очікуваної, а якщо очікувана вартість дорівнює номіналу, то й розміщення не відбудеться. На вторинному ринку зміна ринкової вартості за стабільної очікуваної дохідності має два принципових варіанти зміни: 1) зменшення в разі відмови від виплати дивідендів або їх затримки та переоцінки ліквідаційної вартості привілейованих акцій; 2) тільки відновлення початкової вартості за поліпшення прогнозів.

4. Привілейовані акції за показниками дохідності й ризику посідають проміжне місце між простими акціями та облігаціями. На думку Ч. Ф. Лі

та Дж. І. Фіннерті, вони є гібридом звичайних акцій і облігацій [3, с. 427]. Вивчення нормативного регулювання привілейованих акцій в Україні та практики їх випуску дають підстави стверджувати, що зазначені акції є ризиковішими від облігацій та менш ризиковими за прості акції. Проте дохідність привілейованих акцій, що визначається розміром і часовими параметрами грошових потоків, зазвичай нижча, ніж облігацій. Переваги останніх полягають у обмеженні “тривалості життя”, періодичності отримання суми процентів, фіксації основного боргу та процентної ставки (або механізму їх розрахунку).

Формування грошових потоків за привілейованими акціями чітко регламентується на відміну від інших аспектів побудови емісії. Така ліберальність законодавців дає можливість власникам емітента самостійно визначати значну частину параметрів майбутніх інструментів, що теж негативно позначається на практиці їх застосування, оскільки, по-перше, в нормативній базі має бути закладений дієвий механізм конструювання емісії; по-друге, створення ринкових інструментів передбачає їх стандартизацію, яка базується на нормативній базі та робить їх товаром, придатним до ринкового обігу. Отже, є потреба у створенні “еталонної” привілейованої акції, котра буде активно використовуватися на відкритому ринку та започаткує еволюцію таких інструментів в Україні. На наш погляд, реформування привілейованих акцій доцільно проводити передусім у напрямку вдосконалення законодавчої бази та розширення практики їх використання, що продемонструє переваги цих акцій та підтвердить їх здатність ефективно виконувати специфічні функції. Підкреслюючи принципові переваги й потенціал привілейованих акцій, обґрунтуємо пропозиції щодо вдосконалення їх функціонування в Україні.

*По-перше*, створення дієвої нормативної бази ринковоорієнтованих інструментів передбачає їх стандартизацію, що стосується й привілейованих акцій. Треба законодавчо закріпити основні види таких акцій, залишаючи за емітентом право на наділення їх специфічними емісійними характеристиками. Класифікація привілейованих акцій у світовій практиці базується на певному принципі, що слід використати й на вітчизняних теренах. Пропонуємо закріпити в Законі України “Про акціонерні товариства” такі види зазначених цінних паперів:

— некумулятивні привілейовані акції (*non-cumulative preferred stock*) — тобто такі, за якими власники втрачають дивіденди, котрі не були виплачені вчасно. У разі якщо в проспекті емісії (статуті) не зазначено, що акції некумулятивні, вони автоматично мають визнаватися кумулятивними (*cumulative preferred stock*);

— відкличні привілейовані акції (*callable preferred stock*), за якими емітент залишає за собою право викупу (*right to “call”*), із фіксацією періоду реалізації права та викупної вартості, котра може як фіксуватися, так і розраховуватися за визначеною методикою;



— привілейовані акції з правом погашення (*puttable preferred stock*), за якими власник здобуває право продати їх (*right to “put”*) у певний період та за викупною вартістю, що може як фіксуватися, так і розраховуватися за визначеною методикою;

— конвертовані привілейовані акції (*convertible preferred stock*), котрі можна обміняти на визначену кількість простих акцій із фіксацією конверсійного коефіцієнта й періоду реалізації права.

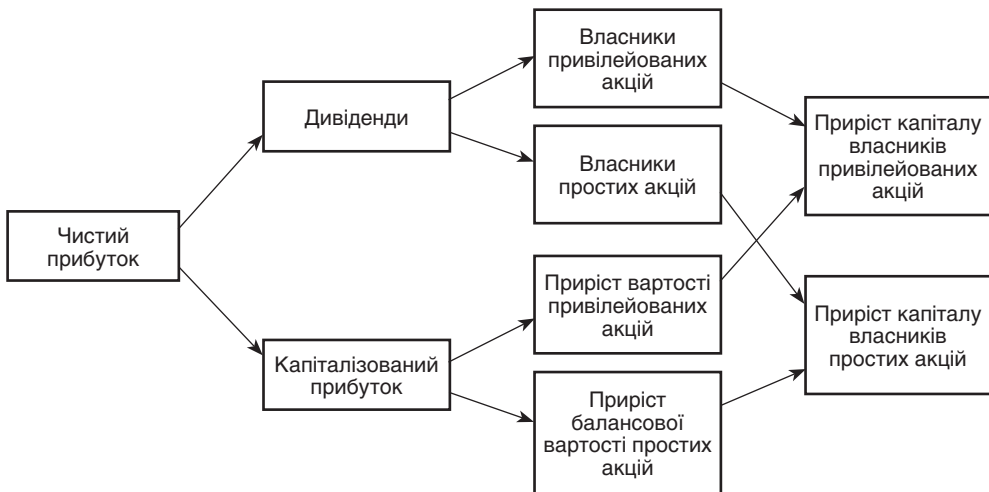
Отже, за кожним із зазначених видів акцій повинні бути закріплені специфічні права/обов'язки, носіями котрих вони є. Закріплення в умовах емісії, наприклад, можливості викупу акції без визначення останньої як відкритої з відповідними умовами є неприпустимим. При цьому можливе комбінування різних емісійних характеристик, утім, необхідно запропонувати емітенту набір із таких стандартизованих характеристик, виключаючи їх довільне тлумачення. Між тим інші умови мають лишитися в компетенції емітента.

Наведений перелік не є остаточним, у ньому відсутні апробовані у світовій практиці види привілейованих акцій із особливостями розрахунку дивідендів, наприклад акції з часткою участі або коригуванням дивідендів. Вважаємо останні однією з основних проблем функціонування привілейованих акцій на сучасному етапі, а тому розглянемо їх далі.

*По-друге*, треба законодавчо закріпити такі вартості привілейованих акцій: номінальну, ринкову, викупну й ліквідаційну. Номінальна вартість має стале тлумачення, підстав для перегляду котрого немає, так само як і частка привілейованих акцій у формуванні статутного капіталу, втім, однакова номінальна вартість акцій різних типів не є принциповою нормою. Ринкова вартість привілейованих акцій повинна визначатися на організованому ринку, є важливою для встановлення справедливих відносин між їх емітентом і власниками. Неприпустимо підміняти ринкову вартість оціночною, хоча не виключається можливість проведення експертної оцінки вартості акцій. Ліквідаційна вартість практично ідеально визначена в Законі України “Про акціонерні товариства”, але закріплювати її в статуті недоцільно. Захисні функції ліквідаційної вартості повинні перейти до викупної вартості, яка за назвою ближча до сутності процесу викупу товариством акцій власної емісії. На відміну від інших видів вартості викупна вартість може мати низку значень: а) для акцій із правом відкликання — це ціна, що або фіксується в статуті, або розраховується у спосіб, закріплений у статуті, за якою товариство-емітент має право викупити акції після попереднього повідомлення на визначених умовах; б) для акцій із правом погашення — це ціна, що або фіксується в статуті, або розраховується у спосіб, закріплений у статуті, за котрою власники здобувають право пред'явити акції емітенту для викупу (ціна оферти); в) ринкова ціна, сплачена емітентом за акцію на відкритому ринку; г) не виключене прирівнювання викупної вартості до номінальної.

Слід наголосити на можливості фіксації в статуті не розміру викупної вартості, а механізму її розрахунку, таким чином, вона може стати динамічною характеристикою, наближеною за змістом до балансової вартості простих акцій.

*По-третє*, детальне вивчення Закону України “Про акціонерні товариства” з позиції регулювання грошових потоків власника привілейованої акції дає підстави стверджувати про низьку функціональність закладених у ньому норм. Із метою відновлення природної сутності привілейованих акцій як пайових інструментів, що призначені примножувати добробут власників із більшою ймовірністю, ніж прості акції, потрібно відмовитися від одночасної фіксації дивідендів чи ліквідаційної вартості (в чинній редакції Закону) або викупної вартості, котра пропонувалася вище (ця теза ґрунтується на матеріалах рис. 2).



*Джерело:* побудовано автором.

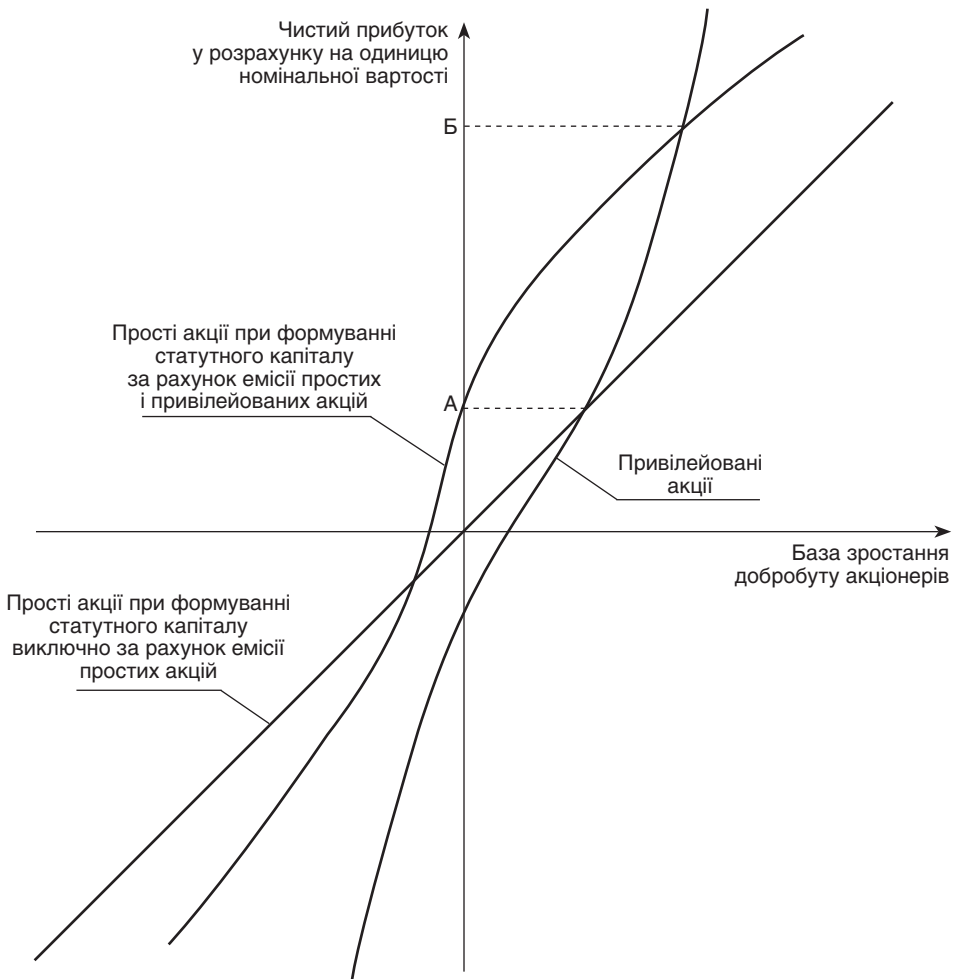
**Рис. 2. Трансформація чистого прибутку в капітал акціонерів**

На рис. 2 зображено схему трансформації основного, але не єдиного, джерела приросту капіталу акціонерів — чистого прибутку. Цей процес є складним через необхідність урахування цілої низки зовнішніх і внутрішніх факторів. Наприклад, перспективи підприємства та сприйняття їх зацікавленими особами, колективні й індивідуальні пріоритети співвласників, макроекономічна ситуація, прогнози щодо її зміни та багато інших факторів мають бути узгоджені зі специфікою простих і привілейованих акцій та закріплені в документах, що регламентують дивідендну політику.

Зростання добробуту власників як простих, так і привілейованих акцій має забезпечуватися через дивіденди та приріст вартості акцій, які в сукупності

визначаються ефективністю використання капіталу акціонерів. Маючи спільні джерела забезпечення такого зростання, дивідендна політика загалом і кожна емісія зокрема повинні базуватися на чіткому механізмі розподілу, насамперед чистого прибутку. На нашу думку, оптимальні принципи розподілу на прикладі одного звітного періоду мають ґрунтуватися на матеріалах рис. 3.

Змістове навантаження схеми полягає в прив'язці бази зростання добробуту акціонерів — власників привілейованих акцій до ефективності діяльності товариства. Збиткова діяльність останнього не може не позначитися на вартості капіталу співвласників, при цьому капітал власників простих акцій є буфером, що захищає власників привілейованих акцій. Оптимальна конструкція



Джерело: розроблено та побудовано автором.

Рис. 3. Принципова схема трансформації чистого прибутку/збитку в капітал акціонерів

емісії останніх повинна передбачати обмеження втрати вартості капіталу власників таких акцій, що досягається перенесенням більшої частини тягаря збитковості на власників простих акцій. Відповідно, обмеження втрати капіталу має супроводжуватись обмеженням приросту капіталу в ситуації максимізації чистого прибутку.

Визначаючи дивіденди та ринкову (ліквідаційну) вартість основними компонентами грошового потоку, для досягнення результату, показаного на рис. 3, потрібно в емісійних характеристиках привілейованих акцій передбачити залежність окремого компонента або кожного з них від чистого прибутку емітента. З методологічної точки зору, найскладніше зробити прив'язку ринкової (ліквідаційної) вартості, оскільки для цього треба використовувати додаткову вартісну характеристику — викупну вартість, яка й буде основою розрахунку ринкової вартості, або мінімальним значенням ліквідаційної вартості. Таким чином, зв'язок буде опосередкований, а викупна вартість привілейованих акцій за функціональністю має наближатися до балансової вартості простих акцій. При цьому найскладніше буде розробити методику розрахунку, котра повинна бути зрозумілою, простою та обов'язково закріпленою в статутних документах, а також спрогнозувати залежність ринкової вартості привілейованої акції від її викупної вартості. До речі, остання, як складова збільшення бази зростання добробуту власників акцій, для акціонерного товариства має такі вагомні переваги, як зменшення грошових вилучень на обслуговування емісії через виплату дивідендів, що особливо важливо в умовах граничної ліквідності, та збереження власного капіталу підприємств у разі браку власних інвестиційних ресурсів.

Зважаючи на обмежену кількість емісій привілейованих акцій, що будуть об'єктом ринкового ціноутворення, та специфіку таких акцій, основне дохідне навантаження повинні нести дивіденди, котрі як із інформативної, так і з оперативної позицій значно ефективніші за викупну вартість. У світовій практиці достатньо прикладів розрахунку дивідендів за привілейованими акціями — це акції з частковою участю, власники котрих мають право на частку прибутку товариства понад фіксовані дивіденди, акції зі змінною ставкою, дивіденди за якими розраховуються за формулою з використанням загальноринкових індикаторів (LIBOR, EURIBOR тощо). Проте лише деякі з таких акцій передбачають зв'язок дивідендів із чистим прибутком. Для прикладу візьмемо привілейовані акції російської компанії “Сургутнефтегаз” (тікер: SNGSP), що дали змогу сформувати 25 % її статутного капіталу та розміщені серед працівників компанії під час приватизації. Власники цих акцій мають право їх вільного продажу без згоди інших акціонерів та отримання щорічних дивідендів загальним розміром 10 % чистого прибутку, при цьому дивіденд на привілейовану акцію не може бути меншим від дивіденду на просту акцію.

Отже, норма стосовно фіксації дивідендів за привілейованими акціями не коректна, тому пропонуємо в Законі України “Про акціонерні товариства” зобов’язати емітентів закріплювати спосіб їх розрахунку. Можливість вибору способу розрахунку дивідендів надасть емітентам більшої мобільності в конструюванні емісії, допоможе врахувати вимоги потенційних власників, котрі є “першою інстанцією” щодо оцінки інструменту на первинному ринку.

Хоча можливість прив’язки двох компонентів приросту капіталу акціонерів до фінансового результату, що регламентовано для простих акцій, не виключається, переважна більшість випусків привілейованих акцій передбачатиме фіксацію одного компонента. Можливостями комбінування дивідендів та викупної вартості варто скористатися, при цьому механізми комбінування можуть мати різні форми: від найпростіших, за яких закріплена викупна вартість збільшуватиметься за рахунок капіталізації невиплачених дивідендів, до складних, із формульним розрахунком як викупної вартості, так і дивідендів. Методологічні засади розподілу прибутку будуть розглянуті в наступних публікаціях.

*По-четверте*, треба надати акціонерному товариству право викупити акції власної емісії на організованому ринку за рішенням наглядової ради з обов’язковим звітом про проведення такої операції перед загальними зборами. Це потрібно для створення додаткових важелів оперативного управління акціонерним капіталом та реалізації дивідендної політики, а також для оперативного реагування на ринкову динаміку з використанням ситуативних переваг таких операцій. У Законі України “Про акціонерні товариства” викуп акцій емітентом регламентовано ст. 66, згідно з якою рішення про викуп є прерогативою загальних зборів акціонерів.

*По-п’яте*, відповідно до чинного законодавства дивіденди за акціями можуть виплачуватися один раз на рік. Вважаємо таку норму для привілейованих акцій недоречною. Розподіл річного дивіденду на окремі транші, через котрі може відбуватись авансування виплат як за фіксованого розміру дивідендів, так і за формульного їх обчислення, дасть змогу зменшити тягар таких виплат шляхом їх перерозподілу в часі, створити додаткові важелі захисту власників привілейованих акцій. Проти виплати дивідендів у першому півріччі може свідчити й сезонність діяльності емітентів. Таким чином, враховуючи світову практику та сутність привілейованих акцій, пропонуємо дозволити піврічну та щоквартальну черговість виплати дивідендів.

Дохідність, як фундаментальна властивість цінних паперів, нерозривно пов’язана з іншими їхніми властивостями. Так, у ході визначення проміжного місця привілейованих акцій у системі інструментів формування капіталу акціонерного товариства за таким показником, як очікувана дохідність (між простими акціями та облігаціями одного емітента), було встановлене оптимальне співвідношення ризику інвестування в такі цінні папери. За рівнем

ризик привілейовані акції також мають посідати проміжні позиції між облігаціями та простими акціями. Менший ризик привілейованих акцій порівняно з простими продемонстровано на рис. 3, він базується на меншій амплітуді коливання бази добробуту акціонерів залежно від ефективності діяльності емітента. Більший ризик інвестування в привілейовані акції порівняно з облігаціями проявляється через вищий рівень захисту грошових потоків за останніми та відповідальності товариства перед їхніми власниками. Будь-яке порушення такої диспозиції призведе до втрати інвестиційної привабливості досліджуваного інструменту або свідчатиме про наділення його специфічними властивостями неринкового характеру. У свою чергу, ризик привілейованих акцій визначається сукупністю майнових і немайнових прав, кожен елемент котрих має бути підпорядкований місії акції, узгоджений із іншими правами. Наділення додатковими правами власників акцій або позбавлення їх прав може призвести до розбалансування інструменту. Якщо майнові права вже розглядалися в цій статті, то комплекс немайнових прав потребує окремого детального вивчення. Поширені в закордонній практиці немайнові права (наприклад, право голосу з питань корпоративної політики або обрання частини виконавчого органу товариства), що можуть виникати в разі невиплати дивідендів, у вітчизняному законодавстві не врегульовуються, вони передані співвласникам підприємства та фіксуються у внутрішніх документах емітента. Таке делегування повноважень швидше породжує додаткові проблеми, ніж створює механізми оптимізації правового наповнення привілейованих акцій.

На ризик інвестування в привілейовані акції впливають такі властивості, як ринковість і ліквідність, що в Україні не мають практичного прояву. На сьогодні організованого ринку привілейованих акцій у державі не існує — такі акції мінімально представлено в біржових списках провідних торговельних майданчиків як позалістингові інструменти. Серед країн пострадянського простору найактивніше з привілейованими акціями працюють у Російській Федерації: на ЗАТ “ФБ ММВБ” станом на 28.11.2013 до котирувального списку А (першого і другого рівнів) включено привілейовані акції семи емітентів, списку Б — п’яти, поза списками перебувало 56 таких інструментів [10]. Варто наголосити: технологічно українські біржі готові працювати з привілейованими акціями, особливо тих емітентів, прості акції яких проходять активне котирування, отже, треба лише створити інструмент, що відповідатиме ринковим вимогам.

Емісія привілейованих акцій є відповідальним кроком для акціонерного товариства та його власників у контексті розв’язання завдань формування капіталу, котрий передбачає інтегрування цих паперів у довгострокові плани функціонування підприємства. Інструменти будуть повноцінними за умови обопільної зацікавленості в них як власників підприємства, що приймають



рішення про випуск, так і потенційних власників, котрі тільки розглядають можливість їх придбання. Для власників підприємства привілейовані акції становитимуть інтерес, якщо сприятимуть підвищенню дохідності вже вкладеного в підприємство капіталу (ефект внутрішнього фінансового важеля за складної будови акціонерного капіталу). Для потенційних покупців таких акцій важлива висока дохідність за прийнятного рівня ризику, котра визначається часткою прибутку, що може бути використана на обслуговування цих інструментів.

При обґрунтуванні емісійних характеристик привілейованих акцій емітент повинен визначати мету випуску та цільові аудиторії, на які спрямовуються ці акції, врахувати уподобання (схильності) майбутніх власників. Групи потенційних власників можуть кардинально відрізнятись, тому можливі комбінації майнових і немайнових прав із домінуванням перших. Потенційними власниками зазначених акцій є портфельні (інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні банки) та індивідуальні (неафілійовані фізичні особи, співробітники та співвласники емітента) інвестори. Усі названі суб'єкти мають власні пріоритети, котрі треба враховувати при наділенні акцій специфічними характеристиками.

Існують ідеальні умови, до яких слід прагнути та які влаштовують усіх учасників процесу функціонування привілейованих акцій, — це відкритий, прозорий і ефективний ринок, де визначатиметься справжня ринкова вартість. Створення й розвиток організованого ринку привілейованих акцій є одним із головних завдань розбудови національного фондового ринку та розвитку портфельного інвестування.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Згортання практики використання привілейованих акцій в Україні відбувається з низки причин, серед яких слід виокремити відсутність досконалої нормативної бази. Активізація таких учасників фондового ринку, як портфельні інвестори та фізичні особи, зумовлює потребу у формуванні пропозиції таких інструментів. Торговельні майданчики мають можливості організації обігу привілейованих акцій. Отже, справа за емітентами, котрі повинні випустити такі акції та відновити їх пропозицію.

Для вдосконалення функціонування привілейованих акцій на першому етапі необхідно:

- закріпити в Законі України “Про акціонерні товариства” основні види таких акцій, залишаючи за емітентом право на наділення їх специфічними емісійними характеристиками;

- відмовитися від фіксації розміру дивідендів у статутних документах акціонерного товариства, що дасть змогу відновити сутність привілейованих акцій як пайових інструментів, призначених примножувати добробут власників, брати участь у розподілі прибутку товариства;

— законодавчо закріпити такі види вартості привілейованих акцій, як номінальна, ринкова, викупна й ліквідаційна, враховуючи їхню функціональність;

— надати акціонерному товариству право викупати акції власної емісії на організованому ринку за рішенням наглядової ради з обов'язковим звітом про проведення такої операції перед загальними зборами;

— дозволити піврічну й щоквартальну черговість виплати дивідендів;

— готуючи випуск інструментів, виважено підходити до комбінації прав за ними, враховуючи вимоги потенційних власників та узгоджуючи інвестиційні якості з довгостроковими планами підприємства-емітента.

Окрім цього, враховуючи принципові відмінності простих і привілейованих акцій, специфіку їх випуску, розміщення, обігу, сукупність прав та обов'язків, носієм яких є зазначені інструменти, а також світову практику, недоцільно фіксувати однакову номінальну вартість усіх акцій, випущених акціонерним товариством. Ця норма може бути доречна тільки в межах випуску окремих типів акцій — простих чи привілейованих. Тому пропонуємо внести зміни до законів України “Про господарські товариства” [11] та “Про акціонерні товариства”, інші пов'язані нормативні акти шляхом вилучення словосполучення “рівної номінальної вартості” (у ст. 24 першого Закону) та “однакової номінальної вартості” (у ст. 3 другого Закону). Або доповнити визначення акціонерного товариства, подане в цих законах, текстом, за котрим однакова номінальна вартість фіксуватиметься в межах кожного типу чи класу акцій. Наприклад, визначення акціонерного товариства у ст. 3 Закону України “Про акціонерні товариства” може бути викладене в такій редакції: “Акціонерне товариство — господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості кожного типу (або класу), корпоративні права за якими посвідчуються акціями”.

### Список використаних джерел

1. *Шарп У. Ф.* Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. — М. : ИНФРА-М, 2003. — 1028 с.

2. *Маршалл Дж. Ф.* Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал ; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 1998. — 784 с.

3. *Ли Ч. Ф.* Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ч. Ф. Ли, Дж. И. Финнерти ; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2000. — 686 с.

4. Річна звітність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (з 2000 по 2012 рр.) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/activities/annual>.

5. Про акціонерні товариства : закон України від 17.09.2008 № 514-VI [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.

6. Козлов С. Присмак привілеїв, або володіти — не управляти / С. Козлов // Юридична газета. — 2004. — № 24 (36), 31 груд. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.yur-gazeta.com/ru/oarticle/1237>.

7. Цивільний кодекс України : закон України від 16.01.2003 № 435-IV [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

8. Відомості про цінний папір: акції іменні привілейовані ПАТ “КБ “Південкомбанк” / Фондова біржа “Перспектива” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://fbr.com.ua/SecuritiesInfo.aspx?ISIN=UA0401462009>.

9. Принципи корпоративного управління : затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vr571312-03>.

10. Офіційний веб-сайт ВАТ “Московская биржа” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://moex.com>.

11. Про господарські товариства : закон України від 19.09.1991 № 1576-XII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>.