УДК 336.763.2

А. С. Селютіна,
здобувач кафедри фінансові ринки,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ПЕРЕВАГИ І НЕДОЛІКИ ЕМІСІЇ ПРИВІЛЕЙОВАНИХ АКЦІЙ ТА ЇХ ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ: ДОСВІД ЗАРУБІЖНИХ КРАЇН ТА ВІТЧИЗНЯНІ РЕАЛІЇ

A. Selyutina,
Researcher at Financial markets Department, Kyiv National Economics University named after Vadum Getman

ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF PREFERRED STOCKS ISSUE AND THEIR INVESTMENT ATTRACTIVENESS: THE EXPERIENCE OF FOREIGN COUNTRIES AND DOMESTIC MARKET REALITIES

Стаття присвячена розгляду привілейованих акцій як гібридних цінних паперів. Систематизовано права і характеристики, якими може бути наділений випуск привілейованих акцій, виявлено основні ризики, до яких вони є найбільш чутливими. Автором висвітлено питання інвестиційної привабливості даного інструменту, виділено переваги та недоліки випуску привілейованих акцій емітентами в порівнянні з облігаціями і простими акціями. Проаналізовано досвід використання привілейованих акцій зарубіжних країн з розвинутим фінансовим ринком, зокрема США. Рівень використання привілейованих акцій на фондових ринках Росії та України також розглянуто.

The article is devoted to the preferred stocks as hybrid securities. Systematized the rights and characteristics that can be given to preferred stocks issue, identified the major risks to which they are most sensitive. The questions of investment attractiveness of the instrument are highlighted, the advantages and disadvantages of preferred stock for issuers compared to bonds and common shares are identified. The author analyzes the foreign countries' experience of using the preferred stocks on developed financial markets, including the United States. The level of using preferred stocks on the Ukrainian and Russian stock markets is also discussed.

Ключові слова: привілейовані акції, акціонерні товариства, облігації, прості акції, інвестиції, ризик і дохідність, гібридні цінні папери, ринок цінних паперів.

Key words: preferred stocks, corporations, bonds, common stocks, investment, risk and return, hybrid securities, securities market.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В останні роки надзвичайної популярності набули гібридні цінні папери, завдяки чому у корпорацій з'явилося більше можливостей для залучення коштів у найбільш прийнятній формі, а для інвесторів — вкладати капітал у активи з бажаними параметрами ризику та дохідності. Оскільки такі цінні папери маюсь складну структуру та багато особливостей, в учасників ринку можуть виникнути проблеми стосовно розуміння механізму їх дії. Тому важливим є чітке визначення особливостей та характеристик гібридних цінних паперів і ризиків, пов'язаних з їх випуском емітентом та придбанням інвестором. Законом України передбачено право акціонерних товариств на випуск деяких гібридних цінних паперів, серед яких і привілейовані акції. На наш погляд, питання привілейованих акцій потребує більш детального дослідження, оскільки у ньому відсутні комплексність і систематизованість.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідженню проблем гібридних цінних паперів присвячені праці таких авторів як В.Л. Кротюха, П.М. Сенища, А.В Чугунова, І. Бурденко та інші.

Таблиця 1. Чутливість привілейованих акцій з певними характеристиками до ризиків

Більша чутливість ▲	**Відстотковий ризик**	**Кредитний ризик**
	Безтермінові	Безтермінові
	З фіксованою ставкою	З плаваючою ставкою
Менша чутливість	З визначеним терміном погашення	З фіксованою ставкою
▼	З плаваючою ставкою	З визначеним терміном погашення

Таблиця 2. Ознаки боргового зобов'язання / інструменту капіталу для привілейованих акцій

Фінансове зобов'язання	Інструмент власного капіталу
Обов'язок погашення	Право викупу – жодних зобов'язань
Реалізація права викупу	Виплата дивідендів – на власний розсуд

ЗАВДАННЯ СТАТТІ

Завданням статті є систематизація характеристик притаманних привілейованим акціям, порівняння з іншими типами активів (зокрема простими акціями та облігаціями), аналіз світових тенденцій і досвіду використання, а також стан та перспективи використання даного активу національними акціонерними товариствами.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Привілейовані акції є найпершим видом гібридних цінних паперів у світі. Перший випуск відбувся у 1836 році в Меріленді (США). На сьогодні вони набули широкого вжитку у всьому світі, особливо серед американських та європейських компаній.

Згідно з Законом України "Про акціонерні товариства", частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не повинна перевищувати 25%. У статуті компанії повинна бути вказана інформація щодо номінальної вартості, кількості акцій кожного класу, наслідки невиконання зобов'язань з викупу акцій, розмір дивідендів, умови та порядок конвертації привілейованих акцій у прості чи у привілейовані акції іншого класу, а також права власників для кожного класу.

Права, що надаються певним випуском привілейованих акцій, є визначальними факторами для вартості, ризикованості та інвестиційної привабливості цих цінних паперів. Проаналізувавши досвід зарубіжних країн, зокрема США та Канади, ми систематизували права та характеристики, які можуть мати привілейовані акції, наступним чином:

1. Можливість викупу — право емітента викупити у інвестора випущені привілейовані акції в обмін на готівку або на еквівалентну кількість простих акцій в будь-який момент після певної встановленої дати за номіналом, що вказані у проспекті емісії. Зазвичай, право викупу наступає через 5—10 років після емісії.

2. Термін погашення. Можуть бути безтерміновими (але емітент має право викупу на умовах, що зазначені в проспекті емісії) та з чітко визначеною датою погашення, при настанні якої інвестор отримує вкладений капітал. Безтермінові привілейовані акції мають більшу чутливість до змін процентних ставок та кредитних спредів.

3. Ставка дивіденду — одна з визначальних характеристик даного активу. Може бути фіксованою (fixed) і плаваючою (floating). Зазвичай, плаваюча ставка базується на певному бенчмарку (еталонній ставці), наприклад: LIBOR (використовується найчастіше), показник інфляції (ІСЦ), ставка за короткостроковими державними зобов'язаннями тощо. Також за плаваючої ставки може встановлюватися мінімальне (floor) та максимальне (ceiling) значення ставки. Можливий варіант, коли фіксована ставка зберігається тільки до дати отримання компанією права на викуп акцій (fixed-to-floating rate), після чого ставка стає плаваючою. Проспектом емісії може бути передбачено опцію корегування відсоткової ставки, суть якої полягає у встановленні з певною періодичністю ставки, адекватної ринковим умовам. Інвесторові слід зважати на те, що при можливому підвищенні процентних ставок на ринку імовірність того, емітент скористається своїм право викупу зростає.

4. Кумулятивність/некумулятивність. Кумулятивні привілейовані акції надають власникові право отримати заборгованість по дивідендам, які не були виплачені у попередніх періодах. Не кумулятивні акції такого права не надають.

5. Право на участь в розподілі надприбутку — нарахування дивідендів вище встановленого рівня у разі отримання компанією надприбутків.

6. Конвертованість/неконвертованість. За бажанням інвестора, привілейовані акції можна обміняти на прості або привілейовані акції іншого класу, якщо це передбачено у проспекті емісії. Можливість конвертування підвищує інвестиційну привабливість даного активу.

7. З правом/без права голосу.

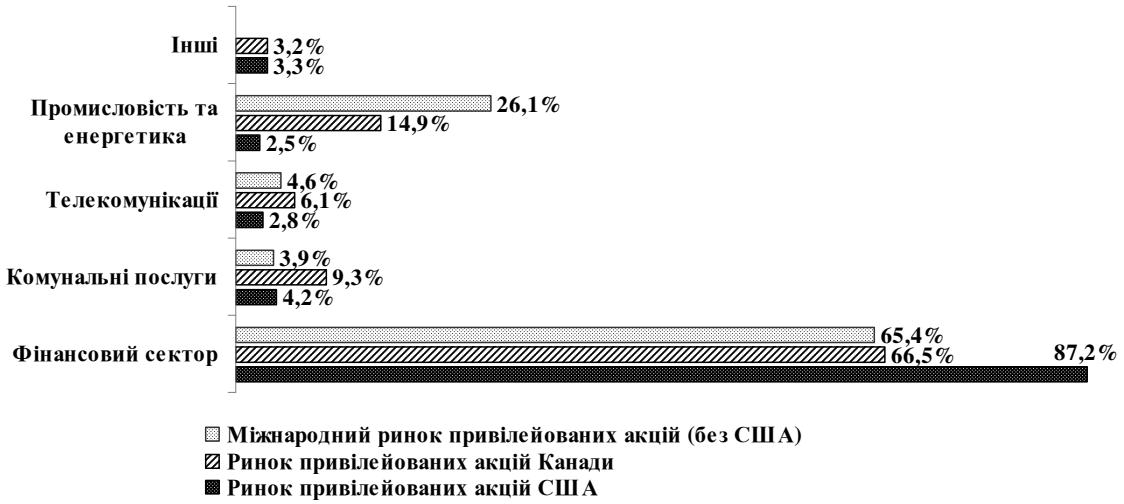
Відносно того, які права надані тому чи іншому класу привілейованих акцій, залежить їх чутливість до ризиків, особливо кредитного та відсоткового (таблиця 1).

Тож, емітент має можливість структурувати права певного класу привілейованих акцій таким чином, щоб залучити фінансові ресурси на максимально зручних для себе умовах, а інвесторові перед придбанням слід детально вивчити проспект емісії, права, що надані акціонеру та емітенту, оцінити ризики, що притаманні даному типу активу.

Права, надані певному класу привілейованих акцій, є основними факторами при визначені того, чи є привілейована акція фінансовим зобов'язанням або інструментом власного капіталу, адже привілейовані акції є гібридними цінними паперами. Згідно з МСБО 32, емітент, оцінюючи конкретні права, вважає фінансовим зобов'язанням привілейовані акції, якщо: а) передбачено погашення на конкретну дату або за вибором утримувача; б) емітент безпосередньо використовує своє право викупу, як правило, офіційно повідомляючи акціонерів про намір викупити акції. За інструмент власного капіталу привілейовані акції, приймаються якщо: а) передбачено право емітента викупити привілейовані акції (емітент не має поточного зобов'язання передавати фінансові активи акціонерам, викуп здійснюється винятково на розсуд емітента); б) виплати утримувачам привілейованих акцій (кумулятивних чи некумулятивних) здійснюється на розсуд емітента [3].

З точки зору інвесторів, зазвичай, привілейовані акції сприймаються як інструмент боргового фінансування, оскільки головною метою їх придбання є отримання регулярного фіксованого доходу у вигляді дивідендів, а потенціал зростання ціни є обмеженим (у порівнянні з простими акціями).

Окрім фіксованого регулярного доходу, спільним для привілейованих акцій та інструментів боргового фінансування є чутливість до зміни відсоткових ставок. Разом з тим, облігації мають перевагу перед привілейованими акціями при реалізації майнових прав їх власників: у першу чергу виплачуються відсотки за облігаціями і лише потім дивіденди; при поділі майна емітента у випадку його ліквідації акціонери можуть розраховувати лише на ту частину майна, що залишиться після виплати всіх боргів, у тому числі й за облігаційними позиками. Проте компанії намагаються завжди виплачувати дивіденди за привілейованими акціями, не дивлячись на те, що їх невиплата не призведе до банкрутства (при невиплаті дивідендів за привілейованими акціями ком-



*Інші: охорона здоров'я, інформаційні технології, споживчий сектор, матеріали

Рис. 1. Секторальний розподіл ринку привілейованих акцій

Побудовано автором за даними S&P Dow Jones Indices.

панія має шанс вийти із скрутного становища, в той час як у разі непогашення зобов'язання по облігаціям компанію оголосили б банкрутом). Отже, з точки зору корпорації емісія привілейованих акцій несе за собою менші ризики, ніж випуск облігацій. А з точки зору інвестора, привілейовані акції є більш ризикованими, ніж облігації, тому інвестори вимагають вищої дохідності за ними.

У порівнянні з простими акціями, перевагою привілейованих для емітента є відсутність права голосу. Тому привілейовані акції має сенс випускати тим компаніям, які не хочуть збільшувати коло осіб, що мають право на управління, і "розмивати капітал". Іншою перевагою є те, що наявність привілейованих акцій дає можливість збалансувати статутний капітал і підтримати належний рівень співвідношення власного та позикового капіталу.

Деякі з вітчизняних дослідників зазначають одним з недоліків випуску привілейованих акцій в порівнянні з простими є те, що емітент набуває обов'язкових безстрокових фіксованих виплат протягом усього періоду існування акціонерного товариства або обігу таких акцій. На нашу думку, це не зовсім так, адже цього можна уникнути шляхом надання певних прав випуску привілейованих акцій. Згідно зі світовою практикою, якщо привілейовані акції є безтерміновими, емітент може зазначити дату, після якої він має право у будь-який момент викупити акції за номіналом. Тому у разі виникнення проблем у акціонерного товариства або за інших умов, компанія може викупити привілейовані акції у інвестора та тим самим позбавитися фіксованих періодичних виплат. До того ж, компанія може випустити некумулятивні привілейовані акції, завдяки чому матиме право не виплачувати дивіденди у важкі для неї часи.

За даними Spectrum Asset Management Inc. 53,2% усіх світових компаній, що емітували привілейовані акції, є компаніями з США. В Європі цей показник складає 38,8%, в Азії — 5,4%, в Австралії — 1,6%, в інших країнах 0,9% [4].

Досліджуючи секторальну приналежність, нами було виявлено світових фінансових ринках переважна більшість компаній, яким належать випуски привілейованих акцій, є компаніями фінансового сектору. Також емісію таких акцій здійснюють компанії промислового та енергетичного секторів, компанії, що надають комунальні та телекомунікаційні послуги. Слід зазначити, що у США компанії-емітенти привілейованих акцій представлені у всіх секторах економіки. Детальніше секторальний розподіл представлено на рисунку 1.

Можемо зробити висновок, що на ринку США привілейовані акції набули широкого вжитку серед емітентів та користуються попитом у інвесторів.

Проаналізуємо ситуацію на рику привілейованих акцій США у короткостроковому та довгостроковому періодах.

У другій половині 2012 — на початку 2013 років спостерігалось зростання економічної активності, покращення економічних показників та ситуації на ринку праці США. Все це стимулювало зростання ринку простих та привілейованих акцій (прямокутник АБВГ на рис. 2). 22 травня 2013 року Голова Федерального Резерву США повідомив про те, що у разі продовження покращенням економічної ситуації у країні, можливе згортання програми кількісного пом'якшення (QE). Оскільки не було повідомлено, коли і в який спосіб почнеться згортання QE, з 22 травня до другої половини грудня 2013 року (коли було оголошено рішення щодо скорочення обсягу купівлі державних облігацій на 10 млрд дол. кожного місяця), виник ризик підвищення відсоткових ставок, до якого привілейовані акції особливо чутливі. Як наслідок, ціни привілейованих акцій знижувалися, оскільки очікувалось зниження теперішньої вартості їх майбутніх дивідендних платежів. Але це в свою чергу підвищило дивідендну дохідність, зробивши привілейовані акції привабливими для інвесторів, орієнтованих на довгостроковий фіксований дохід (рис. 2).

На нашу думку, в даних ринкових умовах, за знижених цін привілейовані акції були найбільш привабливими для інвесторів орієнтованих на довгостроковий регулярний фіксований дохід. Для спекулятивно налаштованих учасників ринку набули привабливості привілейовані акції з високою дивідендною ставкою за ціною нижчою номінальної. Це обумовлено тим, що за умови наявності у емітента права викупу безтермінових привілейованих акцій за власним бажанням, за відносно низької ставки дивіденду в умовах зростання відсоткових ставок мотивація до викупу буде відсутньою. За достатньо високого рівня дивідендів, є імовірність того, що компанія-емітент захоче викупити акції найближчим часом. В іншому випадку, інвестор може опинитися в ситуації, коли він не зможе продати даний актив в короткостроковому періоді не зазнаючи збитку (perpetual ownership trap).

Порівнявши співвідношення показників ризику та дохідності привілейованих акцій різних типів (з плаваючою ставкою, фіксованою ставкою та з високою дохідністю) з простими акціями та корпоративними облігаціями з інвестицій-

Рис. 2. Динаміка індексів ринків простих та привілейованих акцій США

Побудовано автором за даними S&P Dow Jones Indices.

ним рейтингом (не менший за BBB-/Baa3/BBB за шкалою S&P, Moody's, Fitch відповідно) за п'ять років, можна зробити висновки про те, що в досліджуваному періоді більш ризиковими були привілейовані акції з плаваючою ставкою, а разом з тим, вони мали найбільшу сукупну дохідність (22,4%). Привілейовані акції з фіксованою ставкою мали менший ризик порівняно з іншими типами привілейованих акцій, і сукупну дохідність 18% (рис. 3).

Виходячи з нашого дослідження, в середньому сукупна дохідність за привілейованими акціями у 2,5 рази перевищувала сукупну дохідність за корпоративними облігаціями з інвестиційним рейтингом.

Розглянемо ринок привілейованих акцій Росії. Найбільша кількість компаній, чиї привілейовані акції обертаються на біржі, представлена у нафтогазовій промисловості. Також емітентами привілейованих акцій є телекомунікаційні компанії, компанії хімічної, металургійної, машинобудівної, енергетичної промисловості, фінансового сектору. Наприклад, в індекс РТС входять такі емітенти привілейованих акцій як "Сбербанк России", "Транснефть", "Ростелеком", "Сургутнефтегаз", "Башнефть". Сумарна вага привілейованих акцій в індексі РТС на момент дослідження становила 6,46% [8]. Згідно з інформацією, наведеною в статутах досліджуваних компаній, у привілейованими акціях переважає фіксована ставка дивіденду, хоча законодавством Росії дозволяється встановлювати і інші види ставок, зокрема плаваючу. Отже, на російському фондовому ринку привілейовані акції набули широкого вжитку та є ліквідними цінними паперами.

На Українській біржі на момент дослідження привілейовані акції не оберталися. Відомо, що 31 травня 2013 року привілейовані акції ПАТ "Укргазбанк" було виключено з біржового списку через відсутність операцій по цим цінним паперам за останні 60 днів. У біржовому списку Київської міжнародної фондової біржі наявні привілейовані акції ПАТ "Укркомунбанк" від 21.01.2014 та ПАТ "Куряжський домобуді-

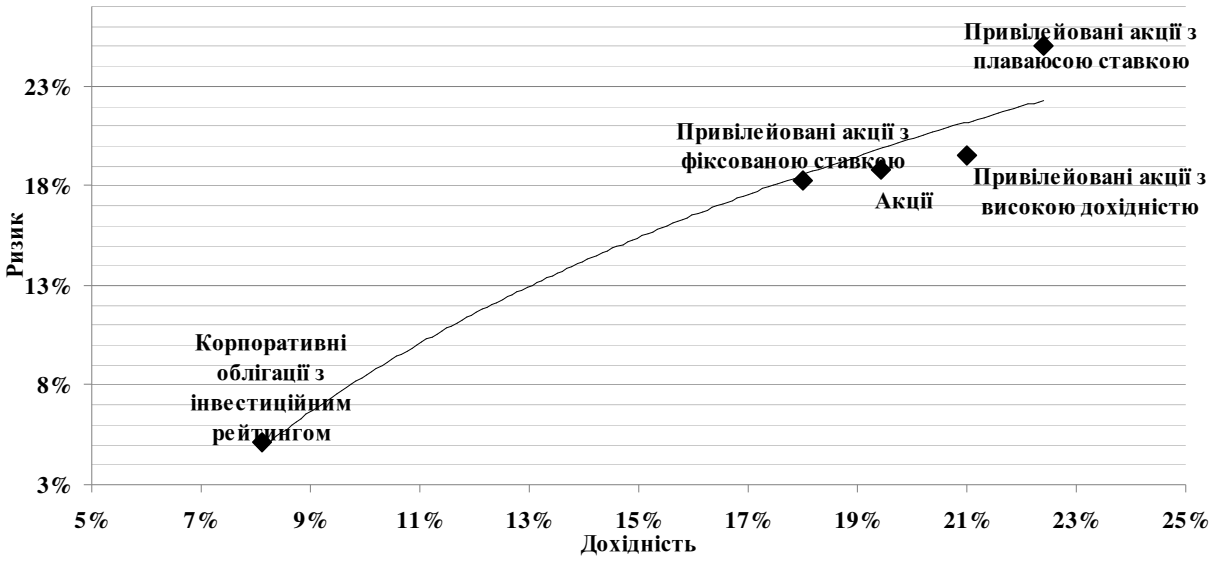


Рис. 3. Порівняння показників ризик/дохідність різних класів активів США

Побудовано автором за даними S&P Dow Jones Indices.

вельний комплекс" від 25.02.2014 (відомо, що раніше акції цього емітента вже виключалися з біржового списку через відсутність операцій протягом 60 днів). У біржовому списку Української фондової біржі наявні два емітенти привілейованих акцій (поза лістингом). Відсутні привілейовані акції у біржових списках фондової біржі "Іннекс", Придніпровської фондової біржі, Східно-Європейської фондовій біржі, Української міжнародної фондової біржі. Отже, привілейовані акції як інструмент залучення капіталу на фондовому ринку України не є популярним серед акціонерних товариств.

Можна зробити висновок, що на українському фондовому ринку привілейовані акції є неліквідними цінними паперами, що не викликають зацікавленості як у емітентів, так і у інвесторів.

ВИСНОВКИ

У даному досліджені було систематизовано характеристики та права, що притаманні привілейованим акціям, виходячи з чого було виокремлено ризики, до яких ці цінні папери є найбільш чутливими.

При порівнянні з такими інструментами як облігації і прості акції, ми з'ясували переваги і недоліки випуску компаніями привілейованих акцій. Було досліджено питання інвестиційної привабливості привілейованих акцій для учасників ринку.

Компанії емітують привілейовані акції з різних причин, основні з яких: підтримання на належному рівні співвідношення власного капіталу та боргу, при цьому не збільшуючи кількість акціонерів з правом голосу; залучення коштів на зручних умовах, завдяки гнучкості даного інструменту; емісія привілейованих акцій несе за собою менше ризиків, ніж емісія облігацій; попит інвесторів.

Для інвестора різноманітність характеристик, які можуть бути притаманні даному типу активів, це можливість задовольнити свої вимоги до показників ризику та дохідності, диверсифікувати портфель. Зазвичай, головною метою придбання привілейованих акцій інвестором є отримання регулярного фіксованого доходу у вигляді дивідендів. У порівнянні з простими акціями, привілейовані мають обмежений потенціал зростання ціни, разом з тим є менш волатильними, тобто менш ризикованими.

Проаналізувавши ринок привілейованих акцій США, ми зробили висновок, що за сучасних ринкових умов привілейовані акції набули широкого вжитку, оскільки компанії, що їх випускають представлені у всіх секторах економіки. Виходячи з нашого дослідження, історично за привілейованими акціями спостерігалася достатньо висока сукупна дохідність, в порівнянні з іншими активами. Наприклад, у середньому сукупна дохідність за привілейованими акціями у 2,5 рази перевищувала сукупну дохідність за корпоративними облігаціями з інвестиційним рейтингом.

На російському ринку привілейовані акції набули популярності, найбільша кількість компаній-емітентів привілейованих акцій належить до нафтогазової промисловості. На українському фондовому ринку привілейовані акції не набули широкого вжитку. На нашу думку, завдяки гнучкості привілейованих акцій як інструменту вітчизняні компанії, вивчивши ситуацію на ринку, могли б наділити їх правами та властивостями таким чином, щоб задовольнити бажання інвесторів. Тоді даний інструмент міг би стати для емітентів ще одним джерелом залучення коштів на ринку капіталів, а у вітчизняних інвесторів з'явилося б більше можливостей для диверсифікації портфелів та управління ризиками. Практика використання привілейованих акцій на зарубіжних ринках капіталів може стати змістовним прикладом для наслідування українськими учасниками ринку.

Питання перспектив розвитку привілейованих акцій як гібридних цінних паперів на українському ринку капіталів потребує подальшого дослідження.

Література:

1. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 № 514-VI.

2. МСБО 32 "Фінансові інструменти: розкриття та подання" // Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку 2004: Переклад з англ. / За ред. С.Ф. Голова. — К.: Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 2005. — II частина. — 1232 с.

3. Brzenk P. Digging Deeper Into The U.S. Preferred Market [Електронний ресурс] / P. Brzenk, A. Soe // S&P Dow Jones Indices, Inc. — 2013. — Режим доступу: http://www.spindices.com/documents/research/research-digging-deeper-into-the-us-preferred-market.pdf

4. Byer M. Preferred Securities in an Era of Tapering and Tightening [Електронний ресурс] / Matthew Byer // Spectrum Asset Management. — 2013. — Режим доступу до ресурсу: https://www.principalglobal.com/us/download.aspx?id=94734

5. Scapell W. When Interest Rates Rise: Opportunities and Risk Management Strategies in Today's Preferred Securities Market [Електронний ресурс] / William Scapell // cohenandsteers. — 2013. — Режим доступу до ресурсу: http://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/When_Interest_Rates_Rise.pdf

6. Scapell W. Preferred Securities: High Income with Attractive Relative Value [Електронний ресурс] / William Scapell // cohenandsteers. — 2014. — Режим доступу до ресурсу: http://www.cohenandsteers.com/insights/read/preferred-securities-high-income-with-attractive-relative-value#sthash.xZvpsN7Y.dpuf

7. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www. nssmc.gov.ua

8. Московская биржа [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://moex.com/

9. S&P Dow Jones Indices [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://us.spindices.com/

References:

1. The Verkhovna Rada of Ukraine (2008), The Law of Ukraine "On Joint Stock Companies", available at: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17 (Accessed 17.04.2014)

2. International Accounting Standards (2004), IAS 32 "Financial Instruments: Presentation"

3. Brzenk, P. Soe, A. (2013), "Digging Deeper Into The U.S. Preferred Market", S&P Dow Jones Indices, Inc., [Online], available at: http://www.spindices.com/documents/research/research-digging-deeper-into-the-us-preferred-market.pdf

4. Byer, M. (2013), "Preferred Securities in an Era of Tapering and Tightening", Spectrum Asset Management, [Online0], available at: https://www.principalglobal.com/us/download.aspx?id=94734

5. Scapell, W. (2013), "When Interest Rates Rise: Opportunities and Risk Management Strategies in Today's Preferred Securities Market", Cohen&Steers, [Online], available at: http://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/When_Interest_Rates_Rise.pdf

6. Scapell, W. (2014), "Preferred Securities: High Income with Attractive Relative Value", Cohen&Steers, [Online], available at: http://www.cohenandsteers.com/insights/read/preferred-securities-high-income-with-attractive-relative-value#sthash.xZvpsN7Y.dpuf

7. The official site of National Commission of Securities and Stock Market, available at: http://www. nssmc.gov.ua

8. The official site of Moscow Stock Exchange, available at: http://moex.com/

9. The official site of S&P Dow Jones Indices, available at: http://us.spindices.com/

Стаття надійшла до редакції 25.04.2014 р.