

УДК: 339.13:336.7:330.3

Каюмов Равшан Исмаилович,
к.э.н., заведующий отделом Центра
исследований Госкомконкуренции
Республики Узбекистан
Бободжанов Бахтиер Рузимович,
соискатель ТГЭУ

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К АКТИВИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УЗБЕКИСТАНА

Виды привилегированных акций и их особенности

Аннотация

В статье показано многообразие привилегированных акций, выпускаемых в зарубежных странах, обосновывается необходимость такого многообразия, даны предложения по улучшению обращения привилегированных акций в Узбекистане.

Аннотация

Мақолада чет эл мамлакатларида муомалада бўлган имтиёзли акцияларнинг турлари кўрсатиб берилган, уларнинг кенг турлари мавжуд бўлиши зарурияти асослаб берилган, Ўзбекистонда имтиёзли акцияларнинг муомалада бўлишини яхшилаш бўйича таклифлар келтирилган.

Abstract

The article shows the variety of preferred shares issued in foreign countries, the need for such diversity is substantiated, and suggestions are made to improve the treatment of preferred shares in Uzbekistan.

Ключевые слова

Привилегированная акция, особые свойства акций, кумулятивные акции, доходность, риски.

Привилегированные акции являются одним из видов акций, выпускаемых акционерными обществами, и отличаются от простых акций тем, что в них заложены особые свойства. Эти свойства могут быть разнообразными, что оказывает влияние на привлекательных этих ценных

бумаг для инвесторов. Вместе с тем, эти свойства изменяют, в определенной степени, и саму сущность привилегированных акций.

Держатель привилегированных акций имеет право получать дивиденды, выплачиваемые предприятием-эмитентом. Но в отличие от дивидендов, выплачиваемых держателям обыкновенных акций, дивиденды, выплачиваемые держателям привилегированных акций, фиксируются обычно в виде определенной суммы или процента от номинальной или нарицательной стоимости. Поэтому, как правило, пакет привилегированных акций считается бессрочным – бесконечным потоком дивидендов. Указанный в проспекте эмиссии процент называется ставкой дивиденда. Он необязательно должен быть фиксированным, а может быть плавающим в течение срока действия акции.

Кашанина Т.В. дает следующую характеристику привилегированным акциям: «Привилегированные акции (префакции) — особый тип акций компании, который отличается более высоким статусом. Главное отличие от обыкновенных (простых) акций заключается в характере получения дохода и участия в управлении акционерным обществом. Привилегированные акции по сравнению с другими (обычными) предоставляют держателю определенные предусматриваемые в уставе преимущества. В иерархии ценных бумаг привилегированные акции занимают промежуточное положение между облигациями и обычными акциями».¹

Такого же мнения придерживаются и авторы финансовой энциклопедии «Финансовые инструменты» под редакцией Ф.Фабозци: «привилегированная акция – это долевая ценная бумага, не являющаяся долговым инструментом, которая, однако, сочетает в себе черты, присущие и обыкновенным акциям, и долговым обязательствам».²

Появление привилегированных акций на рынке ценных бумаг связано со стремлением найти компромисс между желанием привлечь новых инвесторов и нежеланием расширять число лиц, контролирующих предприятие, предоставляя им право голоса. Взамен инвесторам предоставляются привилегии в виде определенных гарантий по выплате дивидендов.

Почти для всех дивидендов по привилегированным акциям установлено ограничение на выплачиваемую держателем сумму. Раньше существовали выпуски, которые давали право держателям привилегированных акций участвовать в распределении доходов на сумму свыше заданной (определяемой на основе некоторой формулы). Например, по привилегированной акции могут выплачиваться дополнительные дивиденды после выплаты первоочередных дивидендов. Привилегированная акция с такой возможностью называется *участвующей в распределении прибыли*. Однако большинство привилегированных акций, выпускаемых сегодня являются не участвующими в распределении прибыли, т.е.

¹ Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999. С. 423

² Финансовые инструменты / под ред. Ф.Фабозци; (пер. с англ. Е.Востриковой, Д.Ковалевского, М.Орлова). - М.: Эксмо, 2010. - С. 283.

полученные держателями денежные потоки никогда не превышают сумму, указанную в проспекте эмиссии, и могут быть даже меньше неё.

Привилегированные акции не дают их держателю права голоса на общем собрании. Однако, в некоторых странах, например, во Франции есть и голосующие привилегированные акции.

Кроме этого, среди основных типов привилегированных акций значительное место занимают кумулятивные акции, которые также могут предоставлять право голоса их держателям.

Буренин А.Н. дает следующее определение кумулятивным акциям: «Кумулятивные привилегированные акции — это акции, по которым происходит накопление дивидендов в случае их не выплаты. Эмитент определяет период времени, в течение которого дивиденды могут накапливаться. Если дивиденды не выплачиваются владельцам после истечения данного периода, то они приобретают право голоса на собрании акционеров до момента выплаты дивидендов».³

Кашанина Т.В. более широко раскрывает свойства кумулятивных привилегированных акций: «Свойство кумуляции дивидендов означает, что все невыплаченные дивиденды накапливаются в так называемых арриях. Все аррии должны быть выплачены держателям префакций до того, как будут оплачены обычные акции. В случае не объявления дивидендов рыночная цена на привилегированные акции падает, и если дивиденд кумулятивный, то эти акции приобретают некоторое спекулятивное свойство вследствие накопления дивидендов на арриях. Некоторые инвесторы будут скупать привилегированные акции, рассчитывая на улучшение финансового положения предприятия и выплату дивидендов. Если такой расчет оправдается, то аррии получат те, кто владеет привилегированными акциями на момент объявления дивидендов. Напротив, те, кто владел ими раньше, не получают ничего. Проценты на аррии не начисляются».⁴

Если выплата дивидендов пропущена, и держатель акций должен отказаться от права требования их выплаты, такие привилегированные акции называются некумулятивными.

В развитых странах популярны кумулятивные, без участия и не погашаемые привилегированные акции. Причем все выпускаемые акции имеют кумулятивное значение. Некумулятивные привилегированные бумаги не пользуются популярностью у инвесторов и эмитентов.

Многими авторами привилегированные акции называются «старшими ценными бумагами» в том смысле, что они имеют преимущества перед обыкновенными акциями в том что, дивиденды по этим акциям выплачиваются в первоочередном порядке. А, в случае ликвидации общества, претензии на долю в капитале общества удовлетворяются в первоочередном порядке. Следует отметить, что претензии держателей привилегированных акций на активы эмитента в случае его банкротства

³ Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания. 1998. - 352 с. С. 51.

⁴ Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999. С. 425.

могут быть различными в случае, если *существует несколько классов привилегированных акций в обращении*. Например, первые привилегированные акции, или акции первого выпуска, имеют приоритетное право требования дивидендов и активов перед всеми другими привилегированными акциями. Соответственно, вторые привилегированные акции, или акции второго выпуска, имеют более низкий приоритет права требования по отношению к первым.

Ф.Фабоцци по порядку выплаты дивидендов разделяет привилегированные акции на три типа:

- привилегированные акции с фиксированной ставкой;
- привилегированные акции с регулируемой ставкой;
- привилегированные акции с аукционной ставкой и ремаркетингуемые привилегированные акции.

Далее автором приводится характеристика каждого типа:

У *привилегированных акций с фиксированной ставкой* ставка дивидендов остается фиксированной в течение всего периода нахождения выпуска в обращении.

У *привилегированных акций с регулируемой ставкой (ARPS)*⁵ ставка дивидендов пересматривается ежеквартально в зависимости от спреда, заранее заданного по наивысшему значению, из трех точек на кривой доходности казначейских бумаг. Большинство ARPS является бессрочными, при этом, для многих из них установлены нижняя и верхняя границы ставки дивидендов. Однако, большинство ARPS не подлежит досрочному погашению, поэтому их можно продавать по цене ниже номинала, если после выпуска рыночный спред, отражающий кредитный риск эмитента, окажется выше спреда переустановки дивидендов. Популярность ARPS стала снижаться, когда инструменты начали продаваться ниже их номинальной стоимости из-за того, что ставка переустановки дивидендов была определена в момент выпуска, а не под влиянием рынка. В частности, если кредитный риск эмитента ухудшается, формула ставки дивиденда остается неизменной и стоимость привилегированных акций падает.

Для преодоления этой проблемы в 1984 г. был придуман новый тип привилегированных акций – *привилегированные акции с аукционной ставкой*. Эти акции оказались особенно полезными для финансовых управляющих корпораций, которые искали краткосрочные инструменты с налоговыми преимуществами для вложения в них избыточных средств. Дивидендная ставка для бумаг с аукционной ставкой переустанавливается периодически – так же, как у ARPS. Однако, эта ставка устанавливается по принципу голландского аукциона.⁶ Согласно толковому экономическому словарю «голландский аукцион — (dutch auction) продажа товаров с аукциона

⁵ От англ. «adjustable rate preferred stocks» – привилегированные акции с регулируемой процентной ставкой.

⁶ Этот тип привилегированных акций называют также привилегированными акциями типа «голландский аукцион».

(auction), при которой аукционист объявляет очень высокую стартовую цену и снижает ее до тех пор, пока не поступит предложение о покупке».⁷

Участники аукциона состоят из текущих держателей акций и потенциальных покупателей. Дивидендная ставка, которую участники готовы принять, отражает текущую ситуацию на рынке и ставки по коммерческим бумагам, которые обычно выступают в качестве базиса. Дивидендная ставка для привилегированных акций с аукционной ставкой переустанавливается каждые 28 или 49 дней.

В случае ремаркетингуемых привилегированных акций дивидендная ставка периодически определяется агентом ремаркетинга. Он переустанавливает ставку так, что любая привилегированная акция может быть продана по номиналу и перепродана (ремаркетинг) по первоначальной цене предложения. Инвесторы могут выбирать частоту переустановки дивидендов – каждые 7 дней или 49 дней.

Следует отметить три особенности этого выпуска. Во-первых, переустановка дивидендов происходит каждые 49 дней. Во-вторых, существует дата обязательного погашения. В-третьих, этот выпуск может быть отозван на любую дату платежа по номиналу плюс накопленные проценты.

Возможность отзыва эмитентом привилегированной акции является одной из свойств, которые ей могут быть присвоены.

Для выплаты дивидендов по привилегированным акциям и их выкупа в акционерных обществах могут создаваться специальные фонды для этих целей, которые имеют несколько названий: фонд погашения, фонд покупки, выкупной фонд, отложенный фонд.⁸

В частности, по мнению Ф.Фабоцци: «Фонд погашения – это резерв, за счет которого можно периодически изымать привилегированные акции из обращения в течение их срока действия. Большинство фондов погашения требуют, чтобы определенное количество акций или определенный процент первоначального выпуска периодически изымался из обращения – обычно ежегодно. Платежи из фонда погашения производятся либо при погашении требуемого числа акций, либо при их приобретении на открытом рынке. Большинство фондов погашения предоставляют эмитенту право изъять дополнительное количество привилегированных акций, «не имеющие конечного срока обращения», на сумму, равную обязательному требованию. Это называется «удвоенным опционом». Привилегированные акции, приобретенные в целях удовлетворения требований фонда погашения, обычно называются «by lot» («по жребию»). Это, как правило, акции, отобранные методом случайной выборки с помощью компьютерной программы.⁹ Наличие специального фонда погашения понижает кредитные риски инвесторов и повышает привлекательность ценных бумаг. Кроме того,

⁷ Бизнес. Толковый словарь. М.: ИНФРА М, Издательство Весь Мир.

⁸ Килячков А.А., Чаадаева Л.А. . Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.: Юристъ, 2000. - 704с.

⁹ Финансовые инструменты / под ред. Ф.Фабоцци; (пер. с англ. Е.Востриковой, Д.Ковалевского, М.Орлова). - М.: Эксмо, 2010. - С. 283

при повышающихся процентных ставках инвестору выгодно продать ценную бумагу с более низкой доходностью (за счет фонда погашения) с тем, чтобы вложить средства на более выгодных условиях.

Сапрыкин С.Ю., Васильева В.В. выделяют привилегированные акции с фондом покупки: «В этом случае, в отличие от фонда погашения, акции приобретаются на фондовом рынке в благоприятный период с точки зрения цены на собственные акции акционерного общества. Но акционерное общество не гарантирует такой выкуп, оно самостоятельно определяет выгодность или невыгодность приобретения акций, их количество и период приобретения. Подобные покупки поддерживают ликвидность данного рынка и выгодны инвесторам в условиях повышающихся процентных ставок».¹⁰

Кашанина А.В. дает свое определение фонду погашения и фонду покупки и выделяет их как выкупной фонд и отложенный фонд. Автор подразделяет привилегированные акции на возвратные и невозвратные. Возвратность удобна для компаний, но не для инвесторов. Возвратные акции предусматривают выплату премии – своего рода компенсации за возможный выкуп привилегированных акций к неудовольствию держателя. Обычно о выкупе предупреждают за 30 дней. Многие возвратные привилегированные акции выпускаются с условием, что будет создан выкупной фонд. В этом случае компания ежегодно погашает через скупку на открытом рынке определенное число акций. С точки зрения инвесторов, выкупной фонд – достоинство выпуска. Заключается оно в том, что если цена акций упадет до или ниже цены, заявленной при выпуске, то компания сделает все возможное, чтобы выкупить определенное их число, что стабилизирует рынок ценных бумаг.

Иногда при выпусках привилегированных акций применяется отложной фонд. Каждый год компания откладывает определенный процент чистой прибыли или фиксированную сумму для погашения выпуска на протяжении ряда лет. В отличие от выкупного фонда он расходуется даже тогда, когда цены этих акций на рынке выше заранее оговоренной величины. В данном случае корпорация выкупает акции у держателей по фиксированной цене к их неудовольствию. Существование выкупного и отложного фондов означает, что с каждым годом число обращающихся привилегированных акций уменьшается.¹¹

Невозвратные привилегированные акции не могут быть погашены до тех пор, пока существует акционерное общество. Это выгодно инвестору, но не выгодно эмитенту, так как по ним нужно выплачивать дивиденды независимо от размеров полученной прибыли и наличия инвестиционных проектов, одним из источников реализации которых является прибыль.

Некоторые привилегированные акции могут быть *сконвертированы* в обыкновенные акции эмитента. Эта особенность дает держателю право

¹⁰ Акционерные общества. ОАО и ЗАО. От создания до ликвидации. Практ. руководство / под ред. Сапрыкина С.Ю., Васильевой В.В.: ГроссМедиа: РОСБУХ; М.; 2007.

¹¹ Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999. С. 425.

конвертировать часть привилегированных акций в заранее оговоренное число обыкновенных акций эмитента. Эти акции применяются как способ снижения риска инвестора, не уверенного в том, что обыкновенные акции данного акционерного общества будут иметь устойчивую или повышающуюся курсовую стоимость и приносить достаточные дивиденды. *Конвертируемые привилегированные акции* – это привилегированные акции с встроенным опционом колл по обыкновенным акциям.¹²

Характеризуя конвертируемые акции, Галанов В. А., Басов А. И. подчеркивают, что возможна конвертация:

- в другие ценные бумаги;
- в акции с большей номинальной стоимостью в акции с меньшей номинальной стоимостью и наоборот;
- в акции с большим объемом прав в акции с меньшим объемом прав и наоборот;
- в акции при консолидации и расщеплении.¹³

В зарубежной практике выпускаются *отзывные* привилегированные акции. Это позволяет эмитенту заставить держателей привилегированных акций конвертировать свои их в обыкновенные, либо продать их в обмен на деньги. Этот тип привилегированных акций выпускается с перспективой учета возможного понижения среднерыночного уровня процента. В такой ситуации эмитенту выгодно отозвать старый выпуск акций с более высоким уровнем доходности и заменить его на новый – с более низким.

Сапрыкин С.Ю., Васильева В.В. отмечает, что применение такого типа привилегированных акций требует учета и прогноза изменений макроэкономических факторов и рассчитано на экономическую ситуацию – от высокой инфляции к низкой, с переходом к стабильности.¹⁴

Для понимания механизма обращения *отзывных* привилегированных акций необходимы объясняются следующие пояснения.

Во-первых, конверсионная стоимость привилегированных акций. Она равна количеству обыкновенных акций, в которые можно сконвертировать одну привилегированную акцию, с учетом текущей стоимости одной обыкновенной акции. Во-вторых, это действительная цена отзыва, равная сумме номинальной цены отзыва, действующей на момент отзыва, плюс все начисленные дивиденды.

Очевидно, что при принятии решения о том, конвертировать или сдавать акции, инвестор будет руководствоваться соображениями собственной выгоды. Если действительная цена отзыва выше конверсионной стоимости, держатель привилегированных акций сдаст ценную бумагу в обмен на ее выкупную стоимость. Если конверсионная стоимость выше действительной цены отзыва, то держатель будет конвертировать свои

¹² Финансовые инструменты / под ред. Ф.Фабозци; (пер. с англ. Е.Востриковой, Д.Ковалевского, М.Орлова). - М.: Эксмо, 2010. - С. 283.

¹³ Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. Галанова В.А.,Басова А.И. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с. С.61.

¹⁴ Акционерные общества. ОАО и ЗАО. От создания до ликвидации. Практ. руководство / под ред. Сапрыкина С.Ю., Васильевой В.В.: ГроссМедиа: РОСБУХ; М.; 2007.

привилегированные акции в обыкновенные акции. Компании обычно отзывают привилегированные акции, когда они «при деньгах» (и соответственно стоимость концентрации превышает цену отзыва). Таким образом, отзыв привилегированной акции в ситуации «при деньгах» называется «вынужденным отзывом».¹⁵

Акционерное общество может выпускать другие типы привилегированных акций, поэтому рассмотрим еще несколько типов таких акций, которые выпускаются за рубежом.

Мишарев А.А. выделяет *ретрекативные* акции, позволяющие акционеру предъявить их к выкупу. Акционер должен заранее известить общество о намерении реализовать это право.¹⁶

Галанов В.А. выделяет *гарантированные* привилегированные акции: «Такие акции могут быть выпущены дочерними предприятиями. В этом случае дивиденд по привилегированным акциям гарантируется репутацией вышестоящей организации. Это должно привлечь инвесторов к покупке акций дочернего предприятия».¹⁷

Кашанина А. отмечает существование следующих типов акций.

Преференциальные акции с ордерами. Такие акции дают их держателю право купить определенное число обычных акций и тем самым повысить ликвидность выпуска. Иногда ордера легко отделимы от акций и могут быть проданы частями или целиком при сохранении привилегированных акций. При этом акционерному обществу выгодно обуславливать выдачу ордеров определенными сроками, что удерживает их владельцев от продажи их до начтупления этих сроков.

Привилегированные акции с оплатой в иностранной валюте. Основная причина выпуска таких акций – колебание валютного курса. Если иностранная валюта дорожает относительно национальной валюты, то держатели выигрывают, если же дешевеют, то держатели проигрывают.¹⁸

Таким образом, привилегированные акции обладают такими особыми свойствами как фиксированный размер дивидендов, обязательные выплаты, фиксированная паритетная стоимость, которая выплачивается при ликвидации предприятия, свойство кумулятивности, конвертации.

Владельцы привилегированных акций всегда застрахованы от потери капитала, в случае банкротства компании, т.к. расчет по ее долгам начинается именно с них. Тем не менее, этот вид акций не дает права голоса на собрании акционеров, а фиксированная величина выплат нивелирует возможность получения дополнительной прибыли, в случае динамичного развития эмитента.

¹⁵ Финансовые инструменты / под ред. Ф.Фабозци; (пер. с англ. Е.Востриковой, Д.Ковалевского, М.Орлова). - М.: Эксмо, 2010. - С. 283.

¹⁶ Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. – 256 с.: ил. – (Серия «Учебное пособие»). С. 137.

¹⁷ Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с. С.63

¹⁸ Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999. С. 426.

Стремление создать подходящую структуру уставного капитала, которая бы отвечала ожиданиям акционеров-инвесторов, обычно приводит к комбинациям в одном выпуске самых различных разновидностей акций.

Таким образом, можно сделать вывод, что разные типы акций существуют для разных целей. Поэтому, для формирования полноценного рынка ценных бумаг, представляется целесообразным в Узбекистане инициировать процессы эмиссии акций с различными свойствами, что, на наш взгляд, будет способствовать более активному привлечению в экономику страны инвесторов, в том числе и иностранных.

В Законе Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 3 июня 2015 г. № ЗРУ-387 не дается дифференциации акций на простые и привилегированные, а также не указываются возможные свойства этих ценных бумаг.

Согласно Закону Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» привилегированными акциями являются акции, которые дают право их владельцам в первоочередном порядке получать дивиденды, а также средства, вложенные в акции при ликвидации общества. Привилегированные акции дают право их владельцам на получение определенных дивидендов независимо от наличия прибыли общества. В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения. Следовательно, данный закон допускает выпуск привилегированных акций с плавающей дивидендной ставкой. Однако на практике это пока не применяется.

Заслуживает внимания то, что согласно данному закону, уставом общества может быть установлено, что невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды по привилегированным акциям, размер которых определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии. По сути это означает, что акционерные общества могут выпускать кумулятивные привилегированные акции. Ранее в законодательстве республики использовался термин кумулятивные акции, но в настоящее время оно из вышеуказанного закона исключено. Использование формулировки невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается впоследствии, вносит путаницу и неясность в вопрос о том, какие именно привилегированные акции выпускает общество.

Изучение уставов акционерных обществ показало, что в этих документах просто переписана из закона возможность выплаты в последующем невыплаченных или не полностью выплаченных дивидендов по привилегированным акциям. Т.е. эта возможность определяется не

уставом, и даже не указывается кем (каким полномочным органом управления общества) это определяется. Более того, в уставе общества согласно законодательству должно быть указано какие акции им выпускаются. Если общества намеренно выпустить привилегированные акции, то в уставе указывает, что выпускается такое-то количество таких-то акций по такой-то номинальной стоимости. Если бы использовались термины кумулятивные и некумулятивные акции, то было бы понятно будут ли накапливаться дивиденды или нет. При разработке Госкомконкуренции Республики Узбекистан проекта типового устава акционерных обществ нами было дано предложение каждому обществу, выпустившему (намеревающемуся выпустить) привилегированные акции, использовать в своем уставе одну из формулировок:

- привилегированные акции, по которым невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды накапливаются и выплачиваются впоследствии;

- привилегированные акции, по которым невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды не накапливаются и не выплачиваются впоследствии.

К сожалению, в силу различных обстоятельств данный проект не был представлен на рассмотрение Кабинета Министров Республики Узбекистан. Однако, на наш взгляд, внесение предлагаемого уточнения в устав акционерных обществ внесет ясность в свойства их привилегированных акций, что имеет принципиальное значение при определении рыночной стоимости этих ценных бумаг.

В Законе Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» сказано, что в уставе общества могут быть определены возможность и условия конвертации привилегированных акций в простые акции. Более того, устав общества может предусматривать право голоса по привилегированным акциям, если уставом общества предусмотрена возможность конвертации привилегированных акций в простые акции. При этом владелец такой привилегированной акции обладает количеством голосов, не превышающим количества голосов по простым акциям, в которые может быть конвертирована принадлежащая ему привилегированная акция. Это значит, что в Узбекистане могут выпускаться конвертируемые привилегированные акции, которые могут быть с правом голоса и без права голоса. Следовательно, законодательством республики допускается выпуск акционерными обществами шести видов привилегированных акций, в отличие от только одного вида простых акций.

Вместе с тем, как показала практика, эмиссия ценных бумаг с приданием им особых свойств, не может осуществляться эмитентами произвольно. Выпуск таких ценных бумаг может осуществляться только на основе тщательных расчетов, с учетом конъюнктуры рынка, банковской

процентной ставки, сложившегося на рынке уровня доходности ценных бумаг, оценки рисков и множества других факторов. В зарубежных странах эту работу выполняют инвестиционные банки, консалтинговые компании с привлечением специалистов, знающих механизмы ценообразования на финансовых рынках, владеющих приемами финансового инжиниринга. Именно такие специалисты могут правильно определить какие ценные бумаги и на какой срок целесообразнее выпускать, какие придать им особые свойства, какую доходность в них заложить, чтобы обеспечить их эффективное размещение, обеспечить продаваемость и ликвидность в дальнейшем при стабильности цен на них. Кроме того, при выборе вида ценной бумаги и определения придаваемых ей особых свойств, должны учитываться интересы, как эмитента, так и инвесторов.

В частности, если акционерное общество намерено выпустить конвертируемые привилегированные акции, то необходимо определить срок конвертации, цену конвертации и порядок конвертации. В целях оказания помощи эмитентам и упорядочения процедур конвертации Госкомимуществом Республики Узбекистан 18.06.1997 было утверждено «Положение о порядке размещения и обращения конвертируемых ценных бумаг» (зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 01.07.1997 г. № 351). В приложении 1 к данному положению дан порядок расчета стоимости конвертации, который определяется как произведение уровня конвертации на рыночную стоимость акций. При этом, уровень конвертации рассчитывается путем деления номинальной стоимости 1 конвертируемой ценной бумаги на цену обращения ценной бумаги (акции), которая является предметом конвертации. А сама цена обращения - цена, за которую при конвертации может быть приобретена одна ценная бумага, выпущенная под обеспечение конвертируемой ценной бумаги, указывается в решении о выпуске, и она может изменяться в порядке, определенном решением о выпуске или уставом акционерного общества. Однако порядок определения цены обращения не приводится. Но установление цены обращения без должного ее обоснования приведет к завышению или занижению стоимости конвертируемой ценной бумаги на рынке.

Из сказанного выше можно заключить, что в настоящее время в Узбекистане только частично реализован потенциал рынка ценных бумаг в части возможностей эмиссии разнообразных акций. Для формирования полноценного рынка, скорейшей интеграции его в международный фондовый рынок необходимо внесение изменений и дополнений в действующее законодательство, которые позволят осуществлять эмиссию акций с особыми свойствами. Вместе с тем, на основе обобщения

зарубежного опыта, необходимо разработать методические документы, позволяющие правильно выбирать вид ценной бумаги для привлечения инвестиций, придавать ей особые свойства с учетом механизма ценообразования на рынке ценных бумаг.

Список использованной литературы:

1. Акционерные общества. ОАО и ЗАО. От создания до ликвидации. Практик. руководство / под ред. Сапрыкина С.Ю., Васильевой В.В.: ГроссМедиа: РОСБУХ; М.; 2007.
2. Бизнес. Толковый словарь. М.: ИНФРА М, Издательство Весь Мир.
3. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания. 1998. - 352 с. С. 51.
4. Кашанина Т. В. Корпоративное право – М.: НОРМА–ИНФРА • М, 1999.
5. Килячков А.А., Чаадаева Л.А. . Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.: Юристъ, 2000. - 704с.
6. Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. – 256 с.: ил. – (Серия «Учебное пособие»). С. 137.
7. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. Галанова В.А., Басова А.И. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с. С.63
8. Финансовые инструменты / под ред. Ф.Фабоцци; (пер. с англ. Е.Востриковой, Д.Ковалевского, М.Орлова). - М.: Эксмо, 2010. - С. 283.