

ОТКРЫТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ В КОНТЕКСТЕ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА КОРПОРАЦИИ

© 2017 Е.А. Кандрашина*

Важным сегментом национального финансового рынка является рынок корпоративных прав. Его емкость определяется объемом проводимых публичных размещений акций - первичных и вторичных. Поскольку в результате открытого размещения акций - как принадлежащих первоначальным собственникам, так и дополнительно эмитированных - происходит распыление капитала, необходимо акцентировать внимание на механизмах размещения, которые обуславливают разные изменения в системе корпоративного управления, с одной стороны, и финансового потенциала корпорации - с другой. В качестве методической основы рассмотрения механизмов размещения акций использована концепция жизненного цикла организации, предложенная И. Адизесом и интерпретированная С.Р. Филоновичем, Г.Н. Константиновым и И.В. Ивашковской. В рамках концепции проведен сопоставительный анализ изменений в системе корпоративных отношений и в структуре собственности при разных механизмах размещений акций, принадлежащих действующим акционерам и дополнительно выпущенных. На этой основе сформулированы выводы о том, что разные механизмы размещения акций являются способами разрешения ключевых организационных проблем, обозначенных как дилеммы собственника и инвестора. Выводы проиллюстрированы примерами российских публичных компаний, созданных в постсоветский экономический период, - розничной сети "Магнит" и интернет-компания "Яндекс".

Ключевые слова: агентские отношения, жизненный цикл организации, первичное размещение акций, вторичное размещение акций, корпоративное управление.

Основные положения:

- ◆ в результате размещения акций - и принадлежащих первоначальным собственникам, и дополнительно эмитированных - происходит распыление капитала: собственники компании разделяют свой предпринимательский риск с другими инвесторами, но при этом происходит дробление их корпоративных прав и сокращается уровень контроля над бизнесом;
- ◆ раздробленная структура собственности, с одной стороны, позволяет корпорации привлекать значительные объемы финансовых ресурсов, но, с другой стороны, требует передачи собственниками функции текущего контроля над активами профессиональным менеджерам, что приводит к развитию агентских отношений в корпорации, к переводу их на более высокий уровень;
- ◆ важными этапами в становлении системы корпоративного управления и развития агентских отношений выступает последовательное разрешение ключевых организационных проблем, обозначенных как дилеммы в рамках концепции жизненного цикла организации (ЖЦО), предложенной И. Адизесом;
- ◆ размещение дополнительно выпущенных акций, являясь инструментом привлечения корпорацией финансовых ресурсов для своего дальнейшего развития, выступает способом разрешения дилеммы собственника;
- ◆ размещение акций, принадлежащих действующим акционерам, являясь инструментом фиксации прибыли на инвестированный капитал, выступает способом разрешения дилеммы инвестора.

Введение

Развитие национального финансового рынка, заявляемое в качестве стратегического приоритета в программных документах Правительства Российской Федерации¹ и Центрального банка Российской Федерации², требует расширения как предложения финансо-

вых инструментов со стороны эмитентов, так и спроса на них со стороны инвесторов. При этом в условиях существенной информационной асимметрии, характерной для финансового рынка, правильная интерпретация механизмов предложения акций позволяет инвесторам принимать обоснованные инвести-

* Кандрашина Елена Александровна, доктор экономических наук, профессор Самарского государственного экономического университета. E-mail: kandrashina@sseu.ru.

ционные решения. В этой связи необходимо акцентировать внимание на том факте, что в результате размещения акций - и принадлежащих первоначальным собственникам, и дополнительно эмитированных - происходит распыление капитала. С одной стороны, собственники компании разделяют свой предпринимательский риск с прочими инвесторами, но с другой - происходит дробление их корпоративных прав и сокращается уровень контроля над бизнесом. Соответственно, вопросы размещения акций целесообразно рассматривать в контексте жизненного цикла организации, отражающего потенциал ее роста, и с учетом становления агентских отношений.

Методы

Публичные акционерные общества (в трактовке Гражданского кодекса Российской Федерации в редакции от 5 мая 2014 г., вступившей в силу с 1 сентября 2014 г.) представляют собой высшую форму организации корпорации. Отличительной чертой ПАО является распыленность капитала, что неизбежно приводит к отделению собственности от управления, что, в свою очередь, подразумевает существование агентских отношений.

В общем случае агентские отношения понимаются как отношения двух участников, один из которых (заказчик, принципал) передает другому (агенту) свои функции, оплачивая их выполнение.

Наиболее общее представление о сути агентских отношений дает экономическая теория, рассматривая их как отношения работодателя и наемного работника, которому работодатель доверяет выполнение определенных трудовых операций.

В менеджменте агентские отношения рассматриваются более узко - как отношения собственника и наемного менеджера, которому собственник передает часть функций по управлению бизнес-процессами, как правило, тех, которые требуют специализированных компетенций.

В финансовом менеджменте агентские отношения рассматриваются еще более узко - как отношения собственников корпорации (в случае акционерного общества как высшей формы корпорации - акционеров) и наемных менеджеров, которым собственники делегируют весь объем полномочий по управлению

бизнесом, т.е. фактически по управлению капиталом, инвестированным ими в данную корпорацию. Основной причиной формирования такого уровня агентских отношений выступает значительная распыленность капитала, т.е. раздробленная структура собственности, которая, с одной стороны, позволяет корпорации привлекать значительные объемы финансовых ресурсов, но, с другой стороны, требует передачи собственниками функции текущего контроля над активами профессиональным менеджерам³.

Концепция жизненных циклов организации сложилась в теории менеджмента в 60-е гг. XX в. Одна из моделей ЖЦО, получивших широкое признание, - модель Ицхака Адизеса⁴, позволяет проследить процесс перехода от частной к корпоративной форме организации бизнеса.

Основные задачи бизнеса и стадии формирования системы корпоративного управления на этапах ЖЦО были систематизированы и визуализированы в форме, представленной на рисунке, популяризаторами идей И. Адизеса в России С.Р. Филоновичем, Г.Н. Константиновым и И.В. Ивашковской.

Важными этапами в становлении системы корпоративного управления и развития агентских отношений выступает последовательное разрешение трех ключевых организационных проблем, обозначенных на схеме как дилеммы профессионализма, собственника и инвестора.

Опираясь на данную интерпретацию модели ЖЦО, рассмотрим механизм открытого размещения акций.

Результаты

Открытое размещение акций направлено на привлечение финансовых ресурсов широкого круга инвесторов и, как правило, приводит к формированию раздробленной структуры собственности в корпорации. При этом инвесторам важно понимать, что цели, которые преследуют собственники корпорации, принимая решение о размещении акций, и соответственно, содержание данной операции могут быть различными. Открытое размещение акций - первичное (IPO) или вторичное (SPO) - может предполагать:

1) размещение дополнительного выпуска акций на открытом рынке;

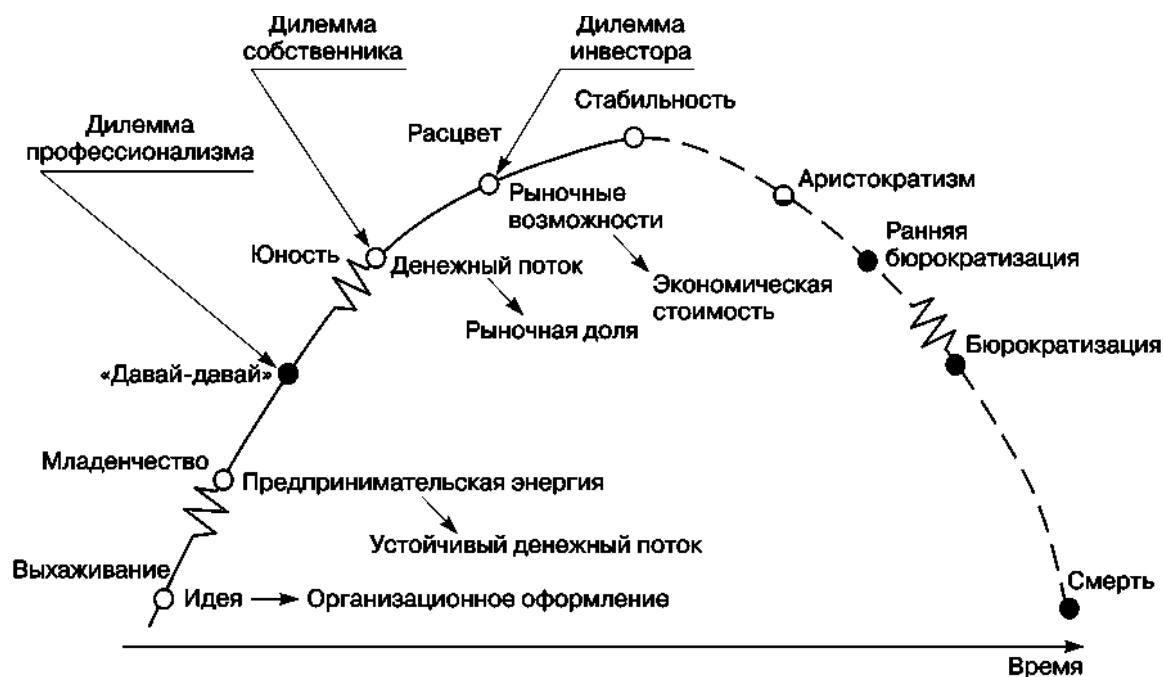


Рис. Модель жизненного цикла организации, по И. Адизесу*

* Ивашковская И.В., Константинов Г.Н., Филонович С.Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 19-34.

2) публичную продажу пакета акций действующих акционеров (как правило, пропорционально долям каждого из них).

В первом случае размещение акций представляет собой способ пополнения капитала корпорации для обеспечения ее дальнейшего развития, во втором - способ для первоначальных инвесторов сократить свое участие в капитале корпорации и зафиксировать прибыль на первоначальные инвестиции, получив справедливую компенсацию за свои предпринимательские усилия.

Кроме того, проводя размещение акций, корпорация может одновременно решить ряд финансовых задач стратегического характера;

1) позиционирование компании в качестве публичной предполагает серьезное повышение информационной прозрачности бизнеса и наличие четкой долгосрочной стратегии его развития. Это значительно повышает финансовую конкурентоспособность компании и увеличивает ее потенциал заимствования;

2) обращение акций корпорации на открытом рынке делает их более ликвидными и позволяет при необходимости использовать их в качестве предмета залога;

3) компания получает справедливую с точки зрения рынка оценку стоимости бизнеса и спроса на свои ценные бумаги и мо-

жет на этой основе обоснованно планировать параметры дополнительной эмиссии.

Таким образом, даже если корпорация и не получает непосредственно тот капитал, который был аккумулирован в результате размещения акций первоначальных собственников, она повышает свою финансовую конкурентоспособность, приобретая потенциальную возможность привлечения дополнительных финансовых ресурсов для дальнейшего развития на оптимальных условиях.

В то же время использование разных механизмов размещения акций - предложение инвесторам существующих или дополнительно выпущенных акций - приводит к совершенно разным последствиям и с точки зрения изменений в системе корпоративного управления, и с точки зрения изменения финансового потенциала корпорации.

Рассмотрим логику выбора механизма размещения акций в узловых точках ЖЦО.

Дилемма профессионализма возникает на переходе к этапу "юность" в связи с необходимостью делегирования полномочий управления в растущей организации. Ее разрешение приводит к формированию агентских отношений в самых простых формах, описываемых экономической теорией и теорией менеджмента.

Дилемма собственника встает непосредственно на этапе “юность”. Ее возникновение обусловлено необходимостью финансировать быстрый рост компании: собственных финансовых ресурсов становится недостаточно, а возможности привлечения заемного капитала для растущего бизнеса зачастую ограничены, поскольку чем более инновационным является бизнес, тем выше оценивается риск его финансирования. Это приводит либо к отказу от предоставления долгового финансирования, либо к существенному завышению процентных ставок. Если же компания имеет возможность использовать заемный капитал, встает проблема поддержания финансовой устойчивости. И в том и в другом случае для поддержания темпов роста бизнеса, опережающих среднерыночные, требуется привлечение собственного капитала в объемах, существенно превышающих возможный на этом этапе поток самофинансирования. Дилемма собственника заключается в стратегическом выборе: финансировать рост путем дополнительной эмиссии акций, снижая тем самым уровень контроля, или сохранить контроль над бизнесом, пожертвовав темпом роста.

Дилемма инвестора характерна для этапа “расцвет”. В случае успешного развития бизнеса первоначальные собственники уже обладают значительным капиталом и как рациональные инвесторы могут пойти по пути диверсификации собственного “инвестиционного портфеля”, продав часть акций своей компании и направив высвобожденный таким образом капитал на другие проекты. В тот момент, когда первоначальные собственники начинают рассматривать компанию не столько как объект приложения собственных предпринимательских усилий, сколько как объект инвестиций, задача обеспечения устойчивого роста стоимости бизнеса становится основной, что требует профессионального корпоративного управления. Разрешение дилеммы инвестора и формирование распыленной структуры капитала, в рамках которой первоначальные собственники становятся рядовыми инвесторами, приводит к формированию высшей формы агентских отношений в той форме, в какой они рассматриваются финансовым менеджментом.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

- ◆ размещение дополнительно выпущенных акций, являясь инструментом привлечения корпорацией финансовых ресурсов для своего дальнейшего развития, выступает способом разрешения дилеммы собственника;
- ◆ размещение акций, принадлежащих действующим акционерам, являясь инструментом фиксации прибыли на инвестированный капитал, выступает способом разрешения дилеммы инвестора.

На практике при размещении акций редко происходит размещение только акций собственников или только дополнительно эмитированных акций: как правило, в размещении участвуют и те и другие, но если в первичном размещении обычно преобладают вторые, то при вторичном размещении - первые. При этом следует оговориться, что такие выводы относятся только к организациям, развитие которых соответствует нормальной траектории ЖЦО, обозначенной выше.

Большинство российских публичных компаний создано на базе приватизированных активов советского периода, их современная экономическая история стартовала на разных этапах ЖЦО, поэтому рассматривать применительно к ним закономерности становления агентских отношений, в том числе закономерности проведения размещения акций, представляется некорректным. В качестве примера могут рассматриваться публичные компании, созданные уже на постсоветском экономическом пространстве “с чистого листа”, такие как розничная сеть “Магнит” и интернет-компания “Яндекс”.

Розничная сеть “Магнит” была основана С.Н. Галицким в 1994 г. как компания по продаже бытовой химии. В конце 1990-х гг. компания занялась розничной торговлей продуктами питания, и в начале 2000-х гг. началось стремительное региональное развитие сети. Первоначально компания существовала в форме ЗАО “Тандер”, но в январе 2006 г. для выхода сети на IPO она сменила организационно-правовую форму с закрытого акционерного общества на открытое. Кроме того, в рамках подготовки к IPO компания провела дополнительную эмиссию акций, увеличив уставный капитал на 11%. В апреле 2006 г. состоялось IPO, в ходе которого на

российских биржах РТС и ММВБ было размещено 18,94% акций головной компании сети за 368,4 млн долл. (итоговая капитализация составила 1,944 млрд долл.)⁵, т.е. в рамках проведенного IPO была размещена дополнительная эмиссия и частично состоялась продажа акций собственников. Таким образом, были созданы условия для разрешения дилеммы собственника: компания расширила финансовый потенциал для дальнейшего ускоренного развития. Так, в этот период компания приступила к строительству гипермаркетов.

Трансформация компании из частной в публичную закономерно привела к изменениям в системе корпоративного управления - в частности, были приняты правила корпоративного поведения, в составе совета директоров появился независимый директор.

Развитие компании шло очень быстро, что видно по публикуемой ею динамике открытия новых магазинов. Ускоренный рост компании (типичное проявление этапа "юность") требовал соответствующей финансовой поддержки, что невозможно обеспечить без наращивания собственного капитала. Для финансирования такого роста, имевшего органический характер, компания провела еще две серии дополнительного размещения акций в 2008, 2009 и 2011 гг. В мае 2008 г. компания провела SPO, реализовав дополнительную эмиссию в объеме 11,3 млн акций на 480,25 млн долл. Размещение было проведено на Лондонской фондовой бирже (LSE) в форме глобальных депозитарных расписок (GDR) и на российских биржах. При размещении компания объявила, что планирует использовать привлеченные средства на расширение сети гипермаркетов, а также на развитие направления "магазин у дома". Осенью 2009 г. в том же порядке было проведено еще одно SPO - в проспекте, подготовленном к этой серии размещения, указывалось, что стратегия компании предполагает продолжение активного органического роста сети - до 520 магазинов в год. Если первоначально "Магнит" планировал размещение дополнительной эмиссии, увеличивающей уставный капитал почти на 12 % (11,15 млн акций), то в итоге размещено было только 5,6 млн акций на 365 млн долл. В размещении также участвовали существующие акци-

онеры, продав 2,4 млн акций⁶. В 2011 г. компания зарегистрировала еще одну допэмиссию из 10,8 млн акций, что соответствовало увеличению уставного капитала на 12,1%. Ее размещение успешно состоялось в декабре того же года, совокупные поступления составили 475 млн долл. Средства от SPO были направлены на реализацию инвестиционной программы, объем которой в 2012 г. составил более 1 млрд долл.⁷

В итоге в 2013 г. розничная сеть "Магнит" стала абсолютным лидером российского ритейла как по объему продаж, так и по торговым площадям, а также по темпам роста и эффективности, что можно считать индикатором вступления компании в стадию расцвета. Но на этом этапе совершенно закономерно обостряется дилемма инвестора. Отдельные шаги по ее разрешению компанией предпринимались уже в рамках проводившихся SPO, но они были незначительны. Уже в 2015 г. генеральный директор и основной акционер Сергей Галицкий привлек около 9,8 млрд руб. от размещения среди международных институциональных инвесторов 1% акций компании. Ценные бумаги размещала структура Галицкого Lavreno Ltd.⁸ Таким образом, на конец 2015 г. сформировалась следующая структура собственности розничной сети "Магнит": Сергей Галицкий контролирует 39,32 % капитала, 57,7% акций находится в свободном обращении, остальные акции принадлежат топ-менеджерам компании.

О том, что размещение акций способствовало разрешению дилеммы инвестора, свидетельствует позиция ключевого собственника. Сергей Галицкий на встречах с аналитиками и инвесторами в Лондоне и Нью-Йорке в начале 2016 г. обозначил свою позицию, связанную с постепенной продажей акций - около 1-1,5% в год. Полученные средства будут направляться им на финансирование личных проектов, таких как содержание футбольного клуба "Краснодар" и строительство одноименного стадиона⁹.

ООО "Яндекс" было учреждено в 2000 г. когда собственники компании CompuTek приняли решение о юридическом обособлении бизнеса, связанного с управлением семейством одноименных программных продуктов и проектов, в том числе сайтом. И именно

собственники взяли на себя функции непосредственного руководства бизнесом: А. Волож стал генеральным директором ООО “Яндекс”, а И. Сегалович - его техническим директором. Воспользовавшись высоким интересом, который в тот период проявляли инвесторы всего мира к бизнесу в сфере информационных технологий, ключевой собственник созданной компании Аркадий Волож сумел договориться о привлечении финансирования в объеме 5,28 млн долл. в обмен на 35,72 % дополнительно выпущенных акций с инвестиционным фондом *tu-Net Holdings Limited* (совместное предприятие финансовой группы *Baring Vostok Capital Partners (BVCP)* и московского инвестиционного банка *United Financial Group*). Средства были необходимы для дальнейшего развития “Яндекса”. Таким образом, можно говорить о том, что этап “младенчество” бизнес “Яндекса” прошел в организационной структуре *CompTek*, а как самостоятельная организация он оформился уже на этапе “юность”, что совпало с разрешением дилеммы собственника.

Разрешение дилеммы инвестора произошло посредством выхода компании на IPO, которое первоначально планировалось в 2008 г., но в связи с глобальным финансово-экономическим кризисом было отложено и состоялось только в мае 2011 г. на американской бирже - электронной платформе *NASDAQ*. В ходе размещения было продано 52,2 млн акций, из них 15,4 млн акций дополнительной эмиссии продала сама компания, что позволило ей привлечь 385 млн долл. 36,7 млн размещенных акций принадлежали акционерам “Яндекса” - в первую очередь, менеджменту, который смог получить 919 млн долл.¹⁰ Таким образом, в результате выхода компании на биржу произошло разрешение дилеммы инвестора. По итогам IPO оценка компании составила 8 млрд долл., но уже по итогам первого дня торгов цена акций “Яндекса” выросла на 42%, а капитализация компании достигла 11,4 млрд долл.

В 2013 г. “Яндекс” провел вторичное размещение акций (SPO), продав пакет акций объемом 7,4% капитала компании, который был оценен в 551,77 млн долл. Все акции продавали акционеры компании: основными продавцами выступили *BC&B Holdings B.V.*

(владеет акциями от имени различных фондов, консультантом которых выступает *Baring Vostok*), который предложил покупателям 5,5% акций компании, а также основатели “Яндекса” А. Волож и И. Сегалович.

Если на момент выхода компании на IPO в собственности А. Воложа находилось 20,2% акций, то после публичного размещения ценных бумаг его доля снизилась до 10,6%. В 2014 г. Волож уступил пост генерального директора российского “Яндекса” Александру Шульгину, который до этого занимал пост финансового директора компании, сосредоточив внимание на развитии глобального “Яндекса”: “Сложно одновременно вести административную работу, заниматься управлением большой компанией и одновременно думать о моделях развития и расширения бизнеса”¹¹. Такая позиция ключевого собственника свидетельствует о том, что его дилемма инвестора оказалась успешно разрешена.

Обсуждение

Как видно из приведенных примеров, выбор механизмов размещения акций является обусловленным логикой развития бизнеса и его системы управления, описываемой концепцией ЖЦО И. Адизеса. Последовательное разрешение ключевых организационных проблем, возникающих в узловых точках ЖЦО, приводит, с одной стороны, к росту финансового потенциала бизнеса за счет дробления структуры собственности, а с другой - к совершенствованию системы агентских отношений, направленному на защиту прав и интересов собственников, как первоначальных, так и вновь привлеченных. Однако следует еще раз отметить, что закономерности становления агентских отношений, в том числе закономерности проведения размещения акций, могут быть отнесены только к организациям, развитие которых соответствует нормальной траектории ЖЦО.

Заключение

Участие инвесторов в размещении акций корпорации предполагает принятие на себя предпринимательских рисков, связанных с возможностью получения доходов в виде дивидендов, размер которых в значительной степени определяется масштабами бизнеса и, соответственно, объемом инвестированного капитала.

Корректная интерпретация инвесторами информации, раскрываемой при размещении акций, в контексте ЖЦО создает основу для правильной оценки инвесторами потенциала роста бизнеса и обоснованного принятия инвестиционных решений.

¹ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года : [утв. распоряжением Правительства Рос. Федерации от 29.12.2008 № 2043-р].

² Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 годов : одобрено советом директоров Банка России - Центрального банка Рос. Федерации, 2016.

³ Харчилава Х.П. Корпоративное управление в контексте взаимоотношений принципала и агента // Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 2015. № 2 (124). С. 66-72.

⁴ Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. Санкт-Петербург : Питер, 2007. 384 с.

⁵ Плис М. Потянуло в Лондон // Ведомости. 2007. № 245 (2019).

⁶ Бусько К., Гайдаев В. “Магнит” притянул инвесторов // Коммерсантъ. 2009. № 202. С. 12.

⁷ Крекнина А. “Магнит” продает акции на \$350 млн // Ведомости. 2011. 1 дек. URL: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2011/12/01/magnit_opredelil_obem_spo_v_350 mln.

⁸ Галицкий заработал на размещении 1% акций “Магнита” 9,8 млрд рублей // ТАСС. URL: <http://tass.ru/ekonomika/1747028>.

⁹ Ищенко Н. Галицкий будет продавать по 1% “Магнита” ежегодно // Ведомости. 2016. 3 февр. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/02/03/626703-galitskii-magnita>.

¹⁰ Королев И. “Яндекс” привлек на бирже \$1,3 млрд: кто продал и кто сохранил акции // С’News. Издание о высоких технологиях. URL: http://www.cnews.ru/news/top_yandeks_privlek_na_birzhe_13_mld.

¹¹ Филонов Д. Аркадий Волож: “Я никуда не ухожу” // Forbes. URL: <http://www.forbes.ru/kompanii/internet-telekom-i-media/266091-arkadii-velozh-ya-nikuda-ne-ukhozhu>.

Поступила в редакцию 28.06.2017 г.