Глушецкий, Андрей Анатольевич. Концептуальные и прикладные аспекты размещения эмиссионных ценных бумаг (акций) : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Глушецкий Андрей Анатольевич; [Место защиты: ГОУВПО "Башкирская академия государственной службы и управления при Президенте Республики Башкортостан"].- Уфа, 2012.- 406 с.: ил.

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Акционерные общества являются одной из преобладающих форм организации крупного бизнеса. По данным Росстата, в 2010 г. в России было 78 033 коммерческие организации (без субъектов малого и среднего бизнеса), в том числе 22 565 акционерных обществ, что составило 29%.

Регулирование эмиссионных процессов в условиях интеграции российского фондового рынка в мировую экономику требует дальнейшего развития. Возникает необходимость, как принятия новых нормативных актов, так и внесения изменений в действующие. Современный эмиссионный массив неоднороден. Его регулирование должно дифференцироваться в зависимости от особенностей его составляющих. Реализация этой задачи невозможна без комплексного исследования многообразных способов размещения эмиссионных ценных бумаг и выработки концептуального подхода к оценке их природы.

Теория корпоративных финансов или финансов акционерных обществ непосредственно связана с эмиссией корпоративных ценных бумаг и конструкцией уставного капитала как основы устройства корпораций.

Общим признаком работ, посвященных эмиссиям, является то, что из всего массива эмиссионных процессов вычленяется его часть (как правило, эмиссии, которые направлены на привлечение капитала) и на основе ее анализа делаются обобщения относительно природы всех способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций).

**Таблица №1**

Между тем современный эмиссионный процесс существенно шире. IPO преобладает по стоимости размещенных акций, однако составляет сотые доли процента общего числа эмиссий. Эмиссии, ориентированные на привлечение капитала (открытые и закрытые подписки), составляют 14—15%. При этом не более 6% из них сопровождаются регистрацией проспектов ценных бумаг (открытые подписки и закрытые подписки с числом участников 500 и более). Эмиссии, преследующие иные цели, чем привлечения капитала, составляют около 75% их общего количества. Актуальной является задача комплексного исследования всей совокупности эмиссионных процессов.

Эмиссия корпоративных ценных бумаг является финансовым инструментом современных корпораций, который в работе исследуется так же в аспекте совершенствования организационно правовых форм ее проведения. Тема диссертации полностью соответствует паспорту специальностям ВАК (экономические науки): 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» (п.п. 1.5. Финансовые институты: теория, методология, закономерности развития и совершенствование управления) и 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами – промышленность) (п.п. 1.1.8. Совершенствование организационно-правовых форм хозяйствования в корпоративных образованиях).

**Степень научной разработанности темы исследования**. Базовые идеи и концепции, на которых основываются современные неоклассические финансы и корпоративный финансовый менеджмент, сформулированы в трудах авторов теории корпоративных финансов и финансовой экономики, таких как: Глен Арнольд (Glen Arnold),Ричард Брейли (Richard A. Brealey), Юджин Бригхэм (Eugene F. Brigham), Асват Дамодаран (Aswath Damodaran), Майкл Дженсен (Michael C. Jensen), Дуглас Кэмпбелл Коупленд (Douglas Campbell Coupland), Стюарт Майерс (Stewart Myers), Джеймс Ольсон (James A. Ohlson), Стивен Алан Росс (Stephen Alan Ross), Роберт С. Хиггинс (Robert C. Higgins), Джеймс К. Ван Хорн (James C. Van Horne).

Среди российских экономистов, исследовавших финансовые аспекты эмиссионного привлечения капитала, следует назвать А.Ю. Аршавского, Н.И. Берзона, А.М. Бухвалова, Д.Л. Волкова, Р.Г. Ибрагимова, И.В. Костикова, А.Ю. Кузьмина, М.А. Лимитовского, Е.Н. Лобанову, Я.М. Миркина, В.П. Паламарчука.

Особенности формирования национальной модели финансовой экономики и корпоративного управления исследовали А.Д. Берлин, Ю.Б. Винслав, О.С. Виханский, Т.Г. Долгопятова, А.Д. Радыгин, Н.Я. Петраков, В.А. Цветков, Р.М. Энтов, Ю.В. Якутин.

Эмиссия в форме IPO является наиболее масштабным механизмом привлечения внешнего долевого финансирования. Среди российских специалистов, анализировавших этот процесс, следует отметить С.В. Гвардина, П.Г. Гулькина, Я.М. Миркина, И.А. Никонову.

Природу эмиссии как установленной законодательством последовательности действий, направленной на размещение ценных бумаг, и организационно-правовые особенности отдельных способов размещения эмиссионных ценных бумаг изучали А.В. Габов, Д.В. Ломакин, Д.И. Семенов, А.Ю. Синенко, П.М. Филимошин, Г.С. Шапкина, Г.Н. Шевченко, Л.Р. Юлдашбаева.

В литературе неоднократно предпринимались попытки дать доктринальное определение конвертации эмиссионных ценных бумаг. Они реализовывались в работах следующих специалистов: Т.Д. Аиткулова, Б.П. Архипова, А.В. Габова, Д.В. Жданова, А.А. Карлина, Д.В. Ломакина, А.Ю. Синенко, П.М. Филимошина, Л.Р. Юлдашбаевой.

Конвертация является предметом финансово–экономического анализа только в аспекте замещения так называемых конвертируемых ценных бумаг (ценные бумаги, при размещении которых заложена возможность смены их категории, вида или типа). К такому замещению ценных бумаг применимо понятие опциона на обмен активами. Его ввел в 1978 г. У. Маргрейб (W. Margabe). Данный вид опциона, получил развитие в трудах М. Шоулза, М. Рубинштейна. Его исследовали отечественные экономисты Н.И. Берзон, В.Б. Минасян, А.В. Тай.

Появление дробных акций породило оживленную дискуссию об их природе и допустимых границах применения*.* К числу критиков этого нового для отечественной корпоративной практики института относятся Д.И. Дедов, В.С. Ем, Д.В. Ломакин, Е.А. Суханов, Г.С. Шапкина, Г.Н. Шевченко. Различную трактовку природы дробных акций дали в своих работах Е.П. Бурлакова, В.В. Галов, С.А. Зинченко, М.В. Плющев. К числу специалистов, наиболее развернуто обосновывающих необходимость применения дробных акций, относятся Д. Архипов, Д.И. Степанов.

Если организационно-юридическое содержание эмиссии подвергнуто развернутому изучению, то отсутствуют исследования экономической природы и функционального назначения комплекса современных способов размещения эмиссионных ценных бумаг. Исследования касаются только той их части, которая преследует цель привлечения капитала. В то время как значительный массив эмиссионных процессов, преследующих иные цели, оказался вне поля зрения экономистов. Следует отметить недостаточность исследования особенности размещения эмиссионных ценных бумаг при различных формах реорганизации и прежде всего таких важнейших механизмов, как методология расчета коэффициентов конвертации и алгоритмы действий при применении различных способов конвертации. Практически не уделяется внимание таким принципиальным явлениям, как модели и мотивы проведения реорганизации в рамках ее законодательно определенной формы. Не разработаны механизмы, позволяющие системно и комплексно проектировать многообразные модели реорганизации в рамках законодательно установленных форм реорганизации.

**Объектом исследования** является совокупность эмиссионных процессов, реализуемых российскими корпорациями.

**Предметом исследования** являются инструменты, механизмы и процедуры, применяемые при различных способах размещении акций, в процессах учреждения, функционирования и реорганизации акционерных обществ.

**Целью исследования** является разработка методологических принципов проведения эмиссий, основанных на различных способах размещения эмиссионных ценных бумаг (акций), и выработка на этой основе инструментов, механизмов и процедур эффективного осуществления отдельных видов эмиссий.

**Научная новизна исследования.** Проанализированные в диссертационном исследовании процессы и полученные в результате этого выводы представляют единую концепцию экономической природы и функционального назначения всех составляющих отечественной системы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций). Эта система рассматривается в следующих аспектах: эмиссии с целью привлечения капитала, эмиссии с целью перераспределения корпоративного контроля и решения иных неинвестиционных задач, эмиссии с целью обеспечения структурирования активов, обязательств, собственного капитала и состава участников акционерных обществ посредством их реорганизации.

На основе этой концепции даны предложения по совершенствованию существующих и созданию новых механизмов, инструментов и процедур эмиссионных процессов.

Разработаны практически значимые алгоритмы поведения участников эмиссионных процессов в рамках действующей системы нормативного регулирования размещения эмиссионных ценных бумаг.

В соответствии с авторской концепцией сформулированы предложения по кардинальному изменению ряда норм, регулирующих размещение и обращение ценных бумаг.

**Наиболее существенные результаты, полученные в ходе исследования и выносимые на защиту**

**1. Разработана концепция экономической природы и функционального назначения способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций). В ее основе лежит следующий принципиальный постулат: источники формирования уставного капитала определяют экономическую природу способов размещения акций, а функции уставного капитала определяют их функциональное назначение.**

Дано концептуальное понимание системообразующей конструкции хозяйственного общества **–** уставного капитала, на основе которого сформулирована концепция экономической природы и функционального назначения способов его формирования (способов размещения акций).

Уставный капитал складывается из акций, приобретенных акционерам (зачисленных на их лицевые счета в реестре). Это актив, принадлежащий акционерам, он выражает их права участия в обществе (корпоративные права). Со стороны общества уставный капитал — это его специфическое обязательство перед акционерами.

Подвергнута критике имущественная концепция уставного капитала как суммы вкладов участников в имущество общества.

Доказывается, что уставный капитал призван регулировать внутрикорпоративные отношения, и прежде всего устанавливать объем корпоративных прав акционеров, из которых проистекает эффект корпоративного контроля**.**

Дана классификация корпоративных прав, которая позволяет выявить функции уставного капитала. Выделены статусные и инвестиционные корпоративные права. В составе инвестиционных корпоративных прав зафиксированы переменные и постоянные.

Содержательно определено понятие корпоративного контроля как эффекта, связанного с достижением у одного лица или группы взаимосвязанных лиц определенного объема инвестиционных корпоративных прав.

Выделены три формы выражения уставного капитала, которые предназначены для реализации его функций, *—* *реальная, инвестиционная и номинальная.*

**2**. **Осуществлен комплексный анализ экономической природы всей совокупности способов размещения эмиссионных ценных бумаг (акций). Выявлены экономические процессы, которые лежат в основе различных способов формирования уставного капитала (размещения акций), что позволило дифференцировать их по экономической природе на** ***инвестиционные, квазиинвестиционные и неинвестиционные.***

**3. Доказано, что размещение акций при всех формах реорганизации имеет неинвестиционную природу.** Показано, что формирование уставного капитала общества, созданного в результате реорганизации другого юридического лица, вне зависимости от формы реорганизации, происходит за счет трансформации в него собственного капитала правопредшественника. Активы правопредшественника не участвуют в этом процессе. Выявлены и описаны алгоритмы формирования уставного капитала, применяемые при отдельных формах реорганизации акционерных обществ.

**4.** **Выявлено влияние способов размещения ценных бумаг на параметры и основную функцию уставного капитала** **действующего общества, для этого вводятся следующие его параметры: реальное, номинальное выражение и структура*.***

Для выявления влияния способов размещения эмиссионных ценных бумаг на основную функцию уставного капитала – установление объема инвестиционных корпоративных прав акционеров введены понятия *содержательные и формальные* *способы размещения.*

К содержательным способам размещени*я* отнесены те, которые меняют объем инвестиционных корпоративных прав акционеров и соответственно корректируют сложившееся в обществе соотношение корпоративного контроля. К формальным способам размещения отнесены те, которые не меняют объема инвестиционных корпоративных прав акционеров и соответственно не затрагивают сложившегося в обществе соотношения корпоративного контроля.

**5.** **Раскрыта природа и функции номинальной стоимости эмиссионных ценных бумаг (акций)**. Доказано, что это не экономическая категория, а правовая фикция — условный реквизит ценной бумаги. Приведена дополнительная аргументация необходимости отказа от него.

На основании детального анализа норм, регулирующих процессы размещения и обращения ценных бумаг, выявлено, что используемая в них конструкция номинальной стоимости акций не оказывает регулятивного воздействия на эти процессы, а порождает формальные, избыточные манипуляции с этим реквизитом акций. Происходит последовательный отказ от использования номинальной стоимости акций в качестве инструмента регулирующего процессы размещения о обращения ценных бумаг.

Проанализированы и систематизированы мотивы и последствия эмиссий, направленных на манипулирование номинальной стоимостью акций. Они объединены в три группы: эмиссии, преследующие недобросовестные цели в сфере корпоративных отношений; эмиссии, создающие условия для экономически необоснованного оттока активов эмитента; эмиссии, которые являются формальным следствием неадекватного порядка лицензирования отдельных видов деятельности.

Обосновано, что отказ от условного реквизита ценной бумаги номинальной стоимости освободит оборот ценных бумаг от бессодержательных в экономическом аспекте эмиссий, «ценность» которых состоит в недобросовестном поведении в сфере корпоративных отношений.

**6. Проанализированы различные методы контроля достаточности собственного капитала (чистых активов). Сделан вывод о неэффективности использования номинального размера уставного капитала для контроля отрицательной динамики чистых активов.**

Обосновывается необходимость отказа от предусмотренного действующим законодательством чрезмерного вмешательства во внутреннюю хозяйственную деятельность коммерческих организаций, которое проявляется в принуждении их проводить экономически бессодержательные эмиссии, связанные с манипуляцией условным реквизитом акции – их номинальной стоимостью.

Сформулированы предложения по переходу к прямому нормированию достаточности собственного капитала в сферах повышенного риска нарушения прав третьих лиц (банковская, инвестиционная, страховая). В иных сферах более действенной мерой защиты прав инвесторов и кредиторов служит объемное раскрытие информации о реальном финансовом положении организации, в частности о размере активов и чистых активов.

Сформулированы предложения по механизмам контроля текущей ликвидности активов акционерных обществ (сбрасывание «корпоративной вуали»). Они касаются порядка проведения обязательного аудита и методики расчета стоимости чистых активов.

**7.** **Проанализированы такие способы размещения эмиссионных ценных бумаг, как размещение по подписке опциона эмитента и размещение дополнительных акций в исполнение обязательств по опциону эмитента. Выявлены присущие им недостатки, предложен комплекс мер по их устранению**.

**8. Раскрыто экономическое содержание, а также функциональное назначение такого специфического способа размещения эмиссионных ценных бумаг (акций), как конвертация.**Это позволило сформулировать методологические принципы проведения эмиссий, которые основаны на данном способе размещении эмиссионных ценных бумаг.

Установлены признаки конвертации как особой сделки.

**9. Разработаны методологические принципы и предложены конкретные инструменты и механизмы проведения эмиссий, основанных на конвертации эмиссионных ценных бумаг, которые включают:**

свободное определение участниками реорганизации коэффициентов конвертации, в том числе применение нерыночных коэффициентов;

свободное определение участниками реорганизации порядка конвертации, т.е. выбор ими объекта конвертации при заданном коэффициенте конвертации (конвертируется каждая ценная бумага в отдельности или определенная совокупность ценных бумаг);

применение дробных коэффициентов конвертации. Образующийся при их использовании эффект «части акции» следует трансформировать в дробную акцию. Обосновывается расширение сферы применения дробных акций, прежде всего при конвертации в процессе реорганизации;

защита экономических интересов тех акционеров, которые не поддерживают реорганизацию, в том числе ввиду применения нерыночных коэффициентов конвертации, должна основываться на механизмах компенсационных выплатах и возмещения убытков. Несогласное меньшинство может требовать возврата инвестиций и возмещения убытков, но не запрета на проведение реорганизации или признания ее недействительной;

предлагается следующий порядок реализации специального механизма защиты интересов тех акционеров, которые не поддерживают реорганизацию общества в формах выделения или разделения. Если акционер голосовал против или не принимал участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества в форме выделения или разделения, то количество акций, которое подлежит распределению ему в каждом из созданных обществ, определяется по данным реестра реорганизуемого общества на момент размещения ценных бумаг. Если акционер приобрел акции после даты принятия решения о реорганизации, то на эти акции не распределяются акции общества, созданного в результате реорганизации.

**10. Сформулированы методологические подходы к определению коэффициентов конвертации акций при реорганизации акционерных обществ.** Приведены дополнительные аргументы в обоснование принципа свободного определения участниками реорганизации коэффициентов и порядка конвертации, в том числе и применения нерыночных коэффициентов конвертации**.**

Доказано, что конвертация — это безвозмездная сделка, и стоимостная эквивалентность по общему правилу не является ее признаком, этим объясняется возможность применения нерыночных коэффициентов конвертации. Установлена зависимость порядка определения конвертационных соотношений от цели и условий проведения реорганизации. Выявлены цели и условия проведения реорганизации, при которых не применимы рыночные коэффициенты конвертации.

Выявлен и описан следующий эффект. Даже при применении экономически обоснованных коэффициентов конвертации может происходить существенное перераспределение корпоративных прав между различными группами акционеров.

**11. Исследовано содержание и определен порядок применения специального инструмента, используемого при размещении эмиссионных ценных бумаг в рамках реорганизации, —*порядка конвертации акций.*** **Выявлено его влияние на структуру уставного капитала общества правопреемника.**

Установлено, что порядок конвертации — это последовательность действий по определению количества ценных бумаг, подлежащих размещению каждому акционеру взамен аннулированных акций общества правопредшественника при данном коэффициенте конвертации. Различие порядка конвертации связано с выбором объекта конвертации: конвертируется каждая акция в отдельности или конвертации подлежит определенная совокупность ценных бумаг.

Описаны три алгоритма возможных действий по определению количества ценных бумаг, подлежащих размещению акционеру при данном коэффициенте конвертации. Сформулированы математические модели каждого алгоритма. Доказано, что масштаб перераспределения инвестиционных корпоративных прав при реорганизации акционерных обществ зависит от используемого порядка конвертации.

**12*.*** **Разработан и** **предложен новый инструмент анализа процессов реорганизации акционерных обществ** – ***модель реорганизации.*** **Разработана методология проектирования реорганизационных процессов в зависимости от мотива и модели реорганизации.**

Введено понятие экономическое содержание реорганизации как *структурирование активов, обязательств, собственного капитала и состава участников юридических лиц в процессе их создания и/или прекращения*. Выявлены типичные комбинации структурирования указанных элементов в рамках отдельных форм реорганизации, установлена их связь с применяемыми способами размещения акций (их комбинациями).

Показано, что реорганизация даже в рамках одной законодательно установленной формы – это многовариантный процесс, для адекватного описания и проектирования которого необходимо использовать понятие *«модель реорганизации».*

Впервые дана типологизация моделей и основных мотивов реорганизации в рамках двух наиболее применяемых форм реорганизации (присоединение и выделение). Выделено и описано три модели реорганизации в форме присоединения и шесть моделей реорганизации в форме выделения.

Определен понятийный аппарат, применяемый при проектировании реорганизационных процессов: *мотив, цель, условия, модель, порядок проведения реорганизации****.***

**Фактологическую базу исследования** составили проекты по реализации реорганизационных процедур и эмиссий в следующих промышленных компаниях и холдингах: «НК Роснефть» (г. Москва), ОАО «Карачаевчеркесгаз», ОАО «Энель Инвестмент Холдинг Б.В.» (Италия), ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (г. Москва), ОАО «Кузбасэнерго», ОАО «Атомэнергопром» (г. Москва), ОАО «Кнауф Новомосковск», ОАО «Кнауф Челябинск», ОАО «Кнауф Краснодар», ОАО «Шахта «Полосухинская» (г. Новокузнецк), ОАО «Интегра-Геофизика» (г. Тюмень), ОАО «Объединенный текстиль» (г. Орехово-Зуево), ОАО «Купавна» (Московская область), ОАО «Фабрика кожгалантерея» (г. Самара), «Мелькомбинат» (г. Тверь), ОАО «Кировский маргариновый завод» (г. Киров), ОАО «Симбирскспиртпром» (г. Симбирск), ОАО «САН Интербрю» (г. Москва), ОАО «Росар» (г. Омск), ОАО «Клинский пивокомбинат» (г. Клин).

Использовались отчеты и нормативные акты ФСФР России, Центрального банка РФ и Минфина РФ, данные Росстата.

**Практическая значимость и апробация исследования.** Результаты исследования использовались при реализации ряда научно-исследовательских и прикладных проектов.

При выполнении НИР ФБГОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ» по теме «Эмиссионные, финансовые и организационные аспекты реорганизации акционерных обществ».

При разработке следующих нормативных актов:

Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного Распоряжением ФКЦБ России от 04.05.2002 № 421/р.

Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров. Утверждено постановлением ФКЦБ России от 31.05.2002 № 17/пс.

Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг. Утверждены приказом ФСФР России от 25.01.2007 № 07-4пз/н.

При проектировании и реализации эмиссий, связанных с оптимизацией организационной структуры вертикально интегрированного холдинга ОАО «Нефтяная компания «Роснефть». Разработки устава и комплекса корпоративных локальных актов, соответствующих наилучшей практике корпоративного поведения, ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» при ее подготовке к IPO (SPO). При анализе вариантов опционных программ стимулирования менеджеров этой компании.

При разработке модельных уставов и корпоративных локальных актов для хозяйственных обществ с участием ОАО «Роснано».

При проектировании и реализации процессов реорганизации, включая проведение различных эмиссий, следующих акционерных обществ: ОАО «Объединенный текстиль» (г. Орехово-Зуево), ОАО «Гамма» (г. Москва), ОАО «Корпорация Стройинвест» (г. Нижневартовск), ОАО «Кировский маргариновый завод» (г. Киров), ОАО «Солнечногорский завод металлоизделий» (г. Солнечногорск), ОАО «Мелькомбинат» (г. Тверь), ОАО «Владивосток Авиа» (г. Владивосток).

Результаты исследования внедрены в образовательный процесс ФГБОУ ВПО РАНХиГС при Президенте РФ при разработке и чтении специализированных курсов по учебным дисциплинам «Эмиссионные аспекты деятельности акционерных обществ», «Эмиссионные, финансовые и организационные аспекты реорганизации акционерных обществ». «Слияния и поглощения в практике российских корпораций». Спецкурсы читались:

в Высшей школе финансов и менеджмента в программах ЕМВА «Стратегические финансы», МВА «Финансы», магистерской программе по финансовому менеджменту, программах профессиональной переподготовки «Школа финансового директора» и «Инвестиционный и финансовый аналитик»;

в Институте бизнеса и делового администрирования в программах МВА «Предпринимательство и управление компанией», МВА «Экономика и финансы», МВА «Маркетинг и управление продажами»;

в Высшей школе корпоративного управления в программе DBA «Корпоративное управление».

Результаты исследования также внедрены в образовательный процесс НОУ «Корпоративный институт ОАО «Газпром».

**Объем и структура исследования.** Работа состоит из введения, двух