

УДК 347.725 (571.1)

Г–33

С. С. Гулямов.

Правовые проблемы корпоративного управления: теория и практика. – Т.: ТГЮИ, 2004. – 394 с.

Отв. ред.:

Заслуженный деятель науки Республики Узбекистан, академик Академии наук РУз, д.ю.н., профессор, заведующий кафедрой Международного частного права ТГЮИ – **Х.Р.Рахманкулов**

Заслуженный юрист Республики Узбекистан, д.ю.н., профессор, ректор ТГЮИ – **М.Х.Рустамбаев**

Рецензенты:

Заслуженный юрист Республики Узбекистан, д.ю.н., профессор, заведующий кафедрой Гражданского права ТГЮИ – **И.Б.Зокиров**

Д.ю.н., заведующий кафедрой "Гражданский процесс" юридического факультета Национального Университета Узбекистана им. М.Улугбека – **Рузиев Р.Ж.**

Д.ю.н., профессор кафедры "Хозяйственное и трудовое право" – **Окюлов О.**

Д.э.н., профессор, заведующий кафедрой "Международные финансы" ТГЭУ – **Рашидов О.Ю.**

В настоящем исследовании критически проанализированы теоретические разработки проблем корпоративного управления и защиты прав акционеров, законодательная база в области корпоративных отношений и правоприменительный опыт стран с развитой экономикой.

© С. С. Гулямов, 2004.

© Ташкентский Государственный юридический институт, 2004.

ВВЕДЕНИЕ

Формирование акционерных обществ¹ как организационно-правовой формы ведения бизнеса, наряду с обеспечением прав собственности, может считаться одним из факторов, обеспечивших стремительное развитие стран с рыночной экономикой и распространение ее принципов по всему миру. Отличительные особенности этих обществ, проявляющиеся в ограниченной ответственности, централизованном управлении, наличии возможности свободного отчуждения долей владения, позволили этим юридическим лицам стать приоритетным инструментом хозяйственной деятельности в огромных масштабах.

Развитие современных технологий привело к умножению числа производств, получающих экономический эффект от увеличения масштабов (так наз. "economies of scale") и возможностей совмещения большого количества работников и объема капиталовложений в одном предприятии². Другой причиной, способствовавшей популяризации акционерных обществ, стала относительная простота привлечения капитала. Иными словами, большие объемы денежных средств, необходимые для создания и поддержки комплексного бизнеса, могут быть быстро собраны и распределены по назначению³. И, наконец, еще одним фактором, объясняющим доминантность корпоративных форм в странах с развитой рыночной экономикой, явилось то обстоятельство, что частная собственность на инвестиции воспринимается как социальная норма⁴. Соответственно, отпала

¹ С учетом специфики отношений, рассматриваемых в данном исследовании, особенностей правовой терминологии различных государств, а также научно-понятийного аппарата в исследуемой области правоотношений, использование понятий "корпорация", "компания" и "акционерное общество" применительно к данной работе аутентично.

² См.: Bedeian A. and Zamnuto R. Organizations: Theory and Design. – Dryden, Chicago, 1991. – P.9.

³ См.: Яковлев В.Ф. Акционерные общества – достоинства и опасности // Журнал для акционеров. – 2000. – № 8. <http://www.lin.ru>

⁴ См.: Hicks J. A Theory of Economic History. – Oxford: Oxford University Press, 1986. – P.161–162.

необходимость агрегации капитала исключительно государством путем принудительного изъятия сбережений, посредством налогообложения и дотации государственных предприятий.

Экономическая политика суверенного Узбекистана на современном этапе реформ также тесно связана с внедрением принципов корпоративного управления, направленных на формирование эффективного механизма обеспечения баланса интересов тех, кто несет на себе риск, связанный с вложением капитала (т.е. акционеров) и органов управления, а также должностных лиц акционерных обществ. В стране происходит формирование основ модели корпоративного управления, что в последующем будет определять перспективы развития экономики РУз в целом. Акционирование производства, создание акционерных обществ открытого типа открывает широкий простор для активного включения в этот процесс всех слоев населения. Реальным становится формирование подлинного класса собственников⁵.

Хотя юриспруденция "подарила" экономике столь драгоценный для нее институт юридического лица, акционерные общества, будучи разновидностью юридического лица, вместе с тем являются исключительно творением экономики. Этот институт первоначально развивался именно в сфере экономики и пробелы данного института также восполнялись чисто экономическими методами.

Однако многие проблемы появления и функционирования акционерных обществ оказалось невозможно или неэффективно преодолевать только путем экономического регулирования, что положило начало развитию отрасли и науки корпоративного права. Дело в том, что недостатки корпораций являются результатом их относительно сложной структуры, что, в свою очередь, порождает ряд конфликтов и проблем временного характера, присущих природе данного вида юридических лиц⁶. И

⁵ См.: Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. – Т.: Узбекистон, 1995. – С.67.

⁶ См. подробнее: Ronald Coase. The Nature of the Firm // *Economica*. – 1937. – №4. – P.386–405; Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // *American Economic Review*. – 1990. – №80. – P.94–106; Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – №3. – P.305–360; Fama

корпоративное право выступает как правовая отрасль, направленная на решение и предотвращение этих проблем.

Защита прав собственности акционеров⁷ в сфере корпоративных правоотношений – одна из центральных, но до конца не решенных проблем АО и корпоративного права. Это объясняется спецификой организации и деятельности корпораций, в которых владение и управление не концентрируются в руках одних и тех же лиц. Акционеры выступают при этом основными инвесторами корпорации, так как сам уставный фонд ее состоит из средств, вложенных акционерами, посредством учредительных взносов и приобретения акций.

Акционеры действительно являются владельцами средств корпорации, однако они не управляют этими средствами, а в результате сохранность и доходность их имущества зависят от уровня совершенства корпоративного механизма⁸. Акционеры в сущности не имеют прямого контроля за использованием и распоряжением имуществом корпорации, что, в свою очередь, создает условия для нарушения прав и законных интересов акционеров (особенно мелких) путем обмана, хищений, иных злоупотреблений и нецелесообразного использования средств корпорации как со стороны управляющих, так и других акционеров. Отсюда и возникает так наз. "агентская проблема", анализу которой в данной работе будет уделено должное внимание⁹.

E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327–352; Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74; и мн.др.

⁷ В экономической литературе четкость, стабильность и предсказуемость прав собственности рассматриваются в качестве важнейших факторов экономического роста и напрямую связываются с благополучным экономическим развитием. См.: North D. Structure and Performance: The Task of Economic History // Journal of Economic Literature. – 1978. – Vol. 16. – P.963–978; North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics. – 1993. – Vol. 149. – P.11–23.

⁸ См.: Hart O.D. Corporate Governance: Some Theory and Implications // The Economic Journal. – 1995. – Vol. 105. – №430 (May). – P.678–689.

⁹ Основной экономической причиной возникновения этой и иных проблем корпоративного управления является «отделение владения от непосредственного управления собственностью». В результате такого отделения неизбежно возрастает роль наемных менеджеров, осуществляющих непосредственное управление деятельностью общества, вследствие чего возникают различные группы участников отношений, складывающихся в связи с таким управлением, каждая из которых преследует свои собственные интересы. См.: Шиткина И. Соотношение интересов различных

К основным видам ущемления прав акционеров на участие в управлении и прибылях корпораций относятся, прежде всего, невыплата, неполная или несвоевременная выплата дивидендов, а также нераскрытие, неполное либо несвоевременное раскрытие информации¹⁰. К сожалению, достаточно широкое распространение получили нарушения, связанные с отсутствием надлежащего правового регулирования (либо его низким качеством) различных аспектов корпоративных действий¹¹.

Как справедливо отметил Президент Республики Узбекистан И.А.Каримов, "недостаточное развитие корпоративного управления, преимущественное положение государства-акционера на приватизированных предприятиях перед другими, бесконтрольность директорского корпуса, недостаточная защищенность собственников приводят к нарушению прав акционеров, а также способствуют возникновению недоверия инвесторов к предприятиям республики"¹².

Слабая защищенность интересов инвесторов, естественно, не стимулирует вложение необходимых инвестиций, что подрывает материальные основы корпораций и ставит под угрозу само значение корпоративной формы в национальной экономике. В современных условиях подобная ситуация нежелательна для экономики любого государства, так как корпорации служат

групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом // *Хозяйство и право*. – 1998. – №11. – С.45.

¹⁰ В 2003г. Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг (ЦККФРЦБ) были рассмотрены 321 жалоба и обращение инвесторов. В отношении 87 акционерных обществ выданы предписания по устранению нарушений, применены экономические санкции в размере 39,3 млн. сум., по 28 фактам нарушений законодательства материалы переданы в судебные и правоохранительные органы, а также обеспечена выплата инвесторам дивидендов свыше 576,84 млн.сум. // Отчет о деятельности Центра за 2003г. <http://www.uzse.com>

¹¹ Так, в частности, за 2003 г. ЦККФРЦБ выявлено 128 фактов неопубликования проспектов эмиссии, 145 фактов неопубликования в СМИ объявлений о проведении общего собрания акционеров и годового отчета, 35 фактов непредставления годового отчета органам надзора, 90 фактов неопубликования в СМИ информации о выплате дивидендов // Отчет о деятельности Центра за 2003г. <http://www.uzse.com>

¹² См.: Каримов И.А. Стратегия реформ – повышение экономического потенциала страны: Доклад на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2002г. и основным направлениям углубления экономических реформ на 2003г. // *Народное слово*. 18.02.2003.

оптимальным инструментом привлечения и использования крупных инвестиций, одновременно влияя на эффективность экономики страны в целом.

Вместе с тем создание и совершенствование правового механизма оптимальной защиты прав и законных интересов акционеров является задачей не из легких, так как сложный механизм корпоративной формы порождает, в свою очередь, трудные для решения проблемы. Данное положение еще более усугубляется в странах с переходной экономикой, которые крайне нуждаются в широком притоке инвестиций, но обладают пока в этой сфере еще очень скудным опытом. Между тем применение классических гражданско-правовых методов защиты прав собственности членов корпораций оказывается невозможным или неэффективным (в зависимости от конкретного случая), что вызывает острую необходимость глубокого изучения и создания новых правовых механизмов защиты прав собственности, учитывая современные социальные и экономические потребности постсоциалистических стран.

В силу всего сказанного, в практическом развитии корпоративных структур весьма важную роль играет теория, наука корпоративного права. В странах общего (прецедентного) права значительную роль в развитии корпоративного права играют, как известно, суды, а в странах с романо-германской правовой системой действуют законы, устанавливающие четкие рамки для корпоративных отношений, что иногда (особенно в странах с переходной экономикой) бывает более предпочтительным. Но юристы-практики не всегда могут разрабатывать экономически наиболее эффективные правовые подходы к решению вопросов, связанных с деятельностью корпораций, а судьи могут иметь затруднения в правильном и наиболее рациональном, с точки зрения законодательства, решении специфических моментов в деятельности корпораций, чем и обуславливается потребность в комплексном научном анализе корпоративных отношений.

Поскольку Узбекистан является развивающимся государством, он нуждается в крупных иностранных инвестициях для полноценного вхождения в мировое экономическое сообще-

ство, что неоднократно подчеркивал Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов¹³. Но, как отмечалось выше, в настоящее время эффективнейшим и, пожалуй, единственным средством умножения инвестиций являются акционерные общества. Отсюда – значимость широкого развития корпоративного строительства в нашем государстве с максимальным использованием иностранных инвестиций. Для примера можно привести таких крупных инвесторов в Республике Узбекистан, как DAEWOO AUTO, British-American Tobacco (BAT), и др., которые действуют в корпоративной форме. И практика свидетельствует о необходимости создания наиболее благоприятного правового климата для всемерного привлечения иностранных инвестиций в интересах решения актуальных проблем развития рыночных отношений в нашей стране.

Все это и определило изучение указанного круга проблем как темы нашего исследования. При этом критически изучены и учтены как зарубежные, так и отечественные теоретические разработки проблем обеспечения прав акционеров, проанализированы корпоративная законодательная база и правоприменительный опыт стран с развитой экономикой.

¹³ См.: Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. – Т.: Узбекистан, 1995. –С. 38.

ГЛАВА I

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОНЯТИЯ КОРПОРАЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВООТНОШЕНИЙ

1.1. Становление понятия "корпорация" в юридической и экономической науке

Анализ имеющейся литературы показывает, что в правовой науке корпорации воспринимаются как лица, или персоны, как это было принято в римском праве¹⁴. При этом, например, корпорация может быть собственником имущества, выступать в суде ответчиком или истцом по поводу выполнения различных обязательств, будь то возникших из причинения вреда или договоров, а также может быть налогооблагаемым субъектом. В этих и других аспектах корпорация имеет правовые атрибуты субъекта, существующего отдельно от физических лиц, которые участвуют или имеют определенный интерес в деятельности корпорации.

Хотя в настоящее время подобная концепция корпорации, как нам представляется, признана в общих чертах, в XIX в. корпорации не воспринимались как отдельные субъекты¹⁵. Например, согласно некоторым взглядам, корпорация считалась не более чем объединением физических лиц и в этом смысле приравнивалась к товариществам. Согласно Виктору Мороветзу, корпорация не имеет личности отдельно от своих собственников, она "является в сущности объединением, сформированным посредством договоренности ее акционеров, и существование корпорации в качестве субъекта, отдельно от его участников, является невозможным"¹⁶.

¹⁴ См.: Хвостов В.М. Система римского права: Учебник. – М.: Спарк, 1996. – С.113.

¹⁵ См.: Gregory A. Mark. The Personification of the Business Corporation in American Law // U. Chi. L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441. См. также: David Millon. Theories of the Corporation // Duke Law Journal. – 1990. – №20. – P.205–240.

¹⁶ См.: Victor Morawetz. A Treatise on the Law of Private Corporations. – III. – 2d ed. – 1886. См. также: Henry O. Taylor. A Treatise on the Law of Private Corporations Having Capital Stock. – IV. – 1884 ("By dismissing this fiction [of the 'legal person'] a clearer view may be had of the actual human beings interested, whose rights may then be determined without unnecessary mystification").

Оппоненты данной концепции, сторонники государственного регулирования корпораций опирались на *агрегативную (множественную) теорию*, разработанную англо-американскими теоретиками права. Эта теория исходила из того, что корпорация является лицом или субъектом, созданным государством¹⁷. Верховный судья США Маршал по делу Колледжа Дартмоуз указал, что корпорация – это "искусственное существо, невидимое и неосязаемое", его "индивидуальность" очевидна в таких качествах, как участие в суде, способность нести ответственность, длительное существование, независимо от состава его акционеров¹⁸. В работе Ангела и Амеза корпорация определяется как "существо, созданное правом в определенных целях и воспринимаемое как физическое лицо"¹⁹. Впоследствии суды разработали законодательные правила в отношении субъектов права, предусматривающие включение корпораций в число субъектов права, наряду с физическими лицами²⁰.

С нашей точки зрения, агрегативная теория имела в свое время важное значение, поскольку идея субъектности корпораций была доминирующей в США в период государственного регулирования предпринимательской деятельности. Согласно этой теории, закон воспринимал корпорацию как отдельное лицо, но субъектность ее была лишь подразумеваемой²¹. Акцент делался на искусственность корпоративного лица, исходя из того факта, что его существование зависит от воли государства. На протяжении большей части XIX в. предприниматели добивались принятия законодателями специального акта, дающего разрешение на инкорпорацию: одной лишь частной инициативы было недостаточно. Поскольку корпоративное лицо

¹⁷ См.: Ruben D. The Existence of Social Entities // *Philosophical Quarterly*. – 1982. – №32. – P.295.

¹⁸ См.: Trustees of Dartmouth College vs. Woodward // 17 U.S. (4 Wheat.). – 1819. – P.518, 636–637.

¹⁹ См.: Joseph Angell & Samuel Ames. *Treatise on the Law of Private Corporations*. Aggregate 1. 10th ed. –1875. – P.231.

²⁰ См.: Fisher vs. Horicon Iron & Mfg. Co. // 10 Wis. – 1860. – P.351, 355; People vs. Assessors of Watertown // 1 Hill. – P.616, 620–621 (N.Y. Sup. Ct., 1841).

²¹ См.: Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // *Uni Chi L. Rev.* – 1987. – №54. – P.1441, 1464–1478.

было "творением государства", корпорация могла оказаться под воздействием любых ограничений или правового бремени, которые могли возникнуть в политическом процессе. На практике традиционное недоверие к экономической и политической сущности корпораций было причиной законодательных ограничений размеров, средств и продолжительности существования корпораций. При этом они рассматривались как источник монополистической привилегии²² или как средство опасной концентрации богатства²³. Поэтому в дальнейшем в уставы корпораций включали довольно узкое определение целей корпораций; доктрина превышения полномочий (*ultra vires doctrine*) ограничивала деятельность корпорации законодательными рамками.

К концу XIX в. новые экономические условия потребовали расширения значения предпринимательской деятельности в жизни общества. "Теория личности", поскольку она обуславливала традиционные ограничения со стороны государства на аккумуляцию и консолидацию капитала, препятствовала возникновению крупного предпринимательства. Агрегативная же идея, признавая индивидуальные права собственности акционеров, выдвинула потенциально полезное теоретическое обоснование ограждения большого бизнеса от публичного надзора.

Но хотя сторонники прав собственности акционеров, по нашему мнению, в целом удачно использовали агрегативную теорию в таких судебных казусах, как дело Санта Клары²⁴ и др., существовавшая тогда концепция корпорации поразила определенные трудности. Кроме того, приравнение корпораций к товариществам создавало значительные ограничения для развития корпораций. Так, требование закона о праве каждого

²² Например, Джаконский Демократ писал, что "все банковские уставы, все законы, дарующие специальные привилегии, все акты инкорпорации в целях частной собственности являются монополиями, поскольку они рассчитаны на то, чтобы повысить силу богатства, произвести неравность между людьми и свергнуть свободу". Цит. по: William Letwin. *Law and Economic Policy in America*. – 1965. – P.65. См. также: J. Willard Hurst. *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970*. – 1970. – P.33–36; Lawrence Friedman. *A History of American Law*. 2d ed. – 1985. – P.194–198.

²³ См.: J. Willard Hurst. *Op cit.* – P.36–47.

²⁴ См.: Bedeian A. and Zamnuto R. *Organizations: Theory and Design*. – Dryden, Chicago, 1991. – P.9.

участника товарищества на участие в управлении предпринимательской организацией означало необходимость единогласного одобрения каждого акционера для принятия корпорацией решений, например об объединении²⁵. Аналогия с товариществом предполагала возможность ответственности акционеров в случае банкротства фирмы, что, в свою очередь, не стимулировало пассивное инвестирование в корпорацию со стороны акционеров.

Как видно из изученной нами литературы, трансформация концепции корпорации стала возможной благодаря изменениям, происходившим и в праве, и в экономической теории. К исходу XIX в. многие государства приняли новые законы о корпорациях, которые сделали возможным учреждение корпорации любыми лицами, готовыми соблюсти минимальные формальности ее учреждения²⁶. Правда, и с переходом на новые акты инкорпорации государство оставляло за собой для "подстраховки" определенный контроль в качестве "дарователя жизни". Но все же произведенные правовые изменения стимулировали новый подход в отношениях между государством и корпорацией. Благодаря большей доступности корпоративного статуса и уменьшению вмешательства государства, роль последнего в создании корпораций казалась уже второстепенной по сравнению с ролью предпринимателей, бравшихся за учреждение бизнеса²⁷.

После этого экономисты стали утверждать, что экономическая концентрация является неизбежной. Традиционные теоретики следовали заключениям Адама Смита о том, что рост размеров корпорации постепенно приведет к ее неэффективности. Как отмечал Вильям М. Гоуг, "к подобной неэффективности приведут корпорации, благодаря присущим дефектам их сущности, за исключением случаев, когда законы или обстоятельства дадут им монополию или преимущество использовать

²⁵ См.: Ruben D. The Existence of Social Entities // *Philosophical Quarterly*. – 1982. – №32. – P.295.

²⁶ См.: J. Willard Hurst. *Op. cit.* – P.56.

²⁷ См.: Stokes M. *Company Law and Legal Theory* / Twining W. (ed). *Legal Theory and the Common Law*. – Oxford: Basil Blackwell, 1986. – P.155, 162.

природу монополии"²⁸. Если же не предоставить корпорациям подобные нечестные преимущества, то они, никогда не смогут "работать так дешево, как индивидуальные предприниматели"²⁹. Однако новое поколение экономистов-теоретиков настаивало на том, что широкомасштабные экономические образования будут более целесообразными, чем это предполагали прежние мыслители. Согласно Х.Адамсу, в производственных и обрабатывающих отраслях "стоимость производства понизится с каждым дополнительным применением капитала в форме механизма и с каждым расширением принципа разделения труда"³⁰. Появление большого бизнеса, соответственно, могло стать результатом действия естественных, объективных рыночных сил.

В этом плане и роль государства представлялась минимальной. Тенденция рассматривать корпорации скорее как естественное следствие частной инициативы, чем результат государственного акта, побуждала к существенному пересмотру роли государственной регулятивной власти как учредительного фактора³¹.

В свою очередь, новые идеи о явной производительной эффективности крупного производства поставили под вопрос сохранение традиционных правовых ограничений на масштабы объединения и аккумуляции капитала. Так, в США, начиная с

²⁸ См.: William M. Gouge. Short History of Paper Money and Banking in the United States. 2d ed. – 1835. – P.17. Цит. по: J. Willard Hurst. Op. cit. – P.30. Адам Смит утверждал, что корпорации (акционерные общества) менее эффективны, чем унитарные предприятия или товарищества, ибо никогда нельзя ожидать от менеджеров той же производительности работы во благо других, с какой они работали бы на себя. См.: Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Modern Library ed. – 1937. – P.699–700. В современной экономической теории подобное расхождение интересов обозначается как проблема "стоимости агентства" ("agency cost" problem).

²⁹ См.: William M. Gouge. Op. cit. – P.13.

³⁰ См.: Adams H.C. Relation of the State to Industrial Action / J. Dorfman ed. – 1954. – P.33.

³¹ Взаимосвязь между этими изменениями весьма сложна: в то время как отношение к корпорациям как к натуральным лицам отменило многие ограничительные нормы в этой сфере, в свою очередь, удаление подобных ограничений усилило взгляды на корпорацию в натуралистических аспектах.

принятого в 1888г. в Нью-Джерси законодательного акта³², многие штаты отменяют традиционные ограничения на право владения корпорациями доли в других корпорациях, создавая, таким образом, условия для возникновения гигантских холдинговых компаний. Были отменены и ограничения на капитализацию, одновременно с разрешением на инкорпорацию на ограниченные сроки.

Поскольку правовые изменения и новые экономические условия поощряли переход производства на более высокий уровень, стало гораздо труднее сохранять старые взгляды на корпорацию как просто на агрегацию и, соответственно, положения законодательства о товариществах. Рост размеров предприятий требовал аккумуляции капитала, что на деле означало широкое рассредоточение владения долями капитала и относительно малые доли индивидуального владения. Это потребовало нового управленческого опыта, а в результате возникает профессиональный класс менеджеров, способных удовлетворять эти потребности³³. Акционеры же при этом ощутили свой статус как трансформированный, превративший их из активных предпринимателей в пассивных инвесторов, удачность вложений которых зависит от усилий других лиц.

Традиционные правовые принципы, исходившие из предположения о том, что акционер является активным участником бизнеса, теперь уже не вполне соответствовали новому статусу акционеров как просто инвесторов. Так, старое правило, требовавшее единогласного одобрения акционерами фундаментальных договоров, было заменено правилом большинства голосов³⁴. Изменение концепции о роли акционеров в корпорации и рассмотрение корпорации как субъекта, существующего от-

³² См.: Act of Apr. 4, 1888, ch. 269, 1888 N.J. Laws 385; Act of Apr. 7, 1888, ch. 295, 1888 N.J. Laws 445.

³³ См. подробнее: Alfred D. Chandler, Jr. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. – 1977. – P.381–483.

³⁴ Например, к 1927 г. как минимум 20 штатов США приняли законы, позволяющие утверждение слияний большинством голосов акционеров; взамен потери права на вето несогласные акционеры получили новое право – юридической оценки стоимости их капитала. См. подробнее: Joseph L. Weiner. *Payment of Dissenting Stockholders* // *Colum. L. Rev.* – 1927. – №27(7). – P.547, 548.

дельно от своих акционеров, привели к возникновению идеи о том, что власть совета директоров является "единственной и непередаваемой"³⁵, и это больше, чем привилегия, дарованная акционерами. Акционеры утратили право непосредственно участвовать в управлении корпорацией, довольствуясь лишь посредственной властью – правом избирать и переизбирать директоров. Корпорация при этом совершала различные акты через совет директоров, власть которых сосуществовала вместе с той властью, которая была у корпорации.

Изученный материал показывает, что идея корпорации как субъекта была связана с отказом от традиционной правовой доктрины, налагавшей на акционеров ответственность за действия корпорации. В течение XIX в. и даже в начале XX в. корпоративные акционеры не несли ограниченную ответственность за корпорацию, что, кстати, в настоящее время является условием владения акциями. В то же время акционеры несли ответственность за корпорацию в случае банкротства, размеры которой в несколько раз превышали их собственные вклады³⁶. Положение изменилось с возникновением вторичных рынков корпоративных ценных бумаг, когда тем самым был положен конец частной подписке. Раз акционеры стали скорее пассивными инвесторами, нежели активными собственниками, ответственными за принятие решений со стороны корпораций, то оставалось все меньше смысла рассматривать их как ответственных по обязанностям корпорации. И требования кредиторов должны были теперь ограничиваться лишь имуществом корпорации.

Как только корпорация стала восприниматься как отдельное лицо, возникшее скорее по частной инициативе, чем по воле государства, это побудило теоретиков права сделать следующий шаг в уподоблении данного лица человеку: ведь корпоративные лица могли "рождаться и умирать", делать многое, что делают люди, иметь собственность, нести обязанности, платить налоги. Ученые указывали также, что воля корпораций,

³⁵ См.: Manson vs. Curtis. 223 N.Y. 313, 322, 119 N.E. 559, 562 (1918).

³⁶ См. подробнее: William W. Cook. Treatise on Stock and Stockholders, Bonds, Mortgages, and General Corporation Law. 3rd ed. – 1894. – P.270–275.

ее действия в сущности отделены от их акционеров³⁷. Однако они, как нам представляется все же избегали чрезмерного увлечения в уравнении корпоративных лиц с лицами натуральными, и это оставляло открытыми многие вопросы относительно характера корпоративной личности: какими же лицами являются корпорации, какова позиция права в этом аспекте и т.п.

Таким образом, мы видим, что с точки зрения правовой политики, корпорация стала сложной и бессрочно функционирующей организацией, управляемой профессиональными менеджерами. А в результате подобного разделения владения и управления обеспечение отчетности менеджеров перед акционерами стало основной целью корпоративного права.

Если корпоративные управляющие рассматриваются как уполномоченные или агенты акционеров³⁸, то любые их действия, кроме тех, что направлены на выполнение их обязанностей перед акционерами, будут считаться злоупотреблением. Если же рассматривать корпорацию как лицо, отдельное от своих акционеров, то получается, что управляющие действуют от имени корпорации, используя при этом ее имущество. Другими словами, теория личности корпорации отвергала идею о том, что управление работает непосредственно на акционеров и обязано управлять их имуществом. При этом акционеры, естественно, заинтересованы в корпорации, что проистекает из их статуса. Но для нас совершенно очевидно, что и многие другие инвесторы – не акционеры тоже имеют свои интересы и, конечно, они также должны быть учтены.

Исходя из всех этих соображений, на основе теории личности корпорации была выработана *теория социальной ответственности корпорации*, разработанная в 1932г. профессором Гарвардской школы права Мерриком Доддом³⁹. Он утверждал, что корпорация состоит не только из акционеров, и свою роль в принятии решений в корпорации играют также работники, креди-

³⁷ См.подробнее: Ernest Freund. The Legal Nature of Corporations. – 1897. – P.52–55. (Корпоративная воля как решение большинства менеджеров корпорации).

³⁸ См.: E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.

³⁹ Idem.

торы, потребители и др., поскольку принятие решений в конечном счете затрагивает и их интересы. Согласно его теории, решения, принятые в корпорации, касаются и общества в целом; корпорация не может принимать решения во вред всему обществу (например, под угрозой загрязнения окружающей среды и т. п.). Подобный подход дает повод для размышления о корпорации как о члене общества, а не только о механизме для получения прибыли⁴⁰.

Аргументы Додда о социальной ответственности корпораций вызвали активную реакцию сторонников финансовых интересов акционеров, таких, как Адольф Берл и Гарднер Минс. В своей знаменитой книге "Современная корпорация и частная собственность", опубликованной в 1932г.⁴¹, они не бросали вызов пониманию корпорации как личности, а наоборот, их акцент на разделение владения и управления подтверждал идею о существовании корпорации отдельно от акционеров. На основе старой идеи они поставили новый вопрос – о привилегированности статуса акционеров, основанного на их правах собственности, в отличие от прочих работников корпорации. Эта концепция не утверждала, что право собственности на корпоративное имущество непосредственно принадлежит акционерам, что поставило бы под вопрос существование корпорации как личности. Однако они утверждали, что акционерам принадлежит сама корпорация в целом, а отсюда и проистекает обязанность менеджеров действовать в наилучших интересах акционеров: "корпорация принадлежит им, чтобы служить их наилучшим интересам"⁴².

Исходя из подхода Берла и Минса, роль управляющих становится идентичной доверительной, а сама корпорация в целом выступает при этом как доверительная собственность. Вот почему полномочия управляющих следует рассматривать как доверительные. Как указывают сами авторы, "эти полномочия

⁴⁰ Idem. – P.1161.

⁴¹ См.: Adolf A. Berle, Jr. & Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – 1932.

⁴² Idem. – P. 334,354 ("A corporation `belongs' to its shareholders . . . and theirs is the only interest to be recognized as the object of corporate activity").

необходимы и они должны осуществляться в пользу всех акционеров, в какой бы форме она ни существовала"⁴³. Берл и Минс считали, что главной проблемой в корпоративных отношениях является провал в исполнении своих доверительных обязанностей со стороны управляющих, так как ввиду разрозненного владения корпорацией акционеры оказываются отделенными от своего имущества и не могут осуществлять непосредственный контроль над ним, что дает управляющим возможность распоряжаться этим имуществом в целях, противоречащих интересам акционеров.

Однако, с нашей точки зрения, при подобном подходе корпорация лишается своего характера как отдельного субъекта социальных отношений, а становится лишь комплексным имуществом, хотя сами авторы признавали личностность корпорации. Попросту говоря, корпорация в этом случае выступает скорее в качестве "раба" в руках акционеров, чем независимого субъекта отношений, но такой вывод явно противоречит концепции профессора Меррика Додда.

Додд, Берл и Минс предлагали разные подходы к интерпретации личностной концепции корпоративного субъекта. И каждый из них представляется нам в определенной мере спорным, так как делает ударение на отдельном аспекте понятия корпорации.

В 1970 г. Милтон Фридман в своей знаменитой статье в "Нью-Йорк Таймс"⁴⁴ сфокусировал все свое внимание на правах акционеров. Но в отличие от Берла и Минса, он рассматривал управляющих как наемных служащих, а не как доверенных лиц, действующих в интересах корпорации. По его концепции, акционеры вкладывают свой капитал, а затем нанимают менеджеров "вести бизнес в соответствии с желаниями акционеров, которые хотят как можно больше денег"⁴⁵. Отношения менеджеров с работниками, кредиторами и поставщиками товаров и услуг осуществляются от имени акционеров и в их пользу. Мы считаем,

⁴³ Idem. – P.248.

⁴⁴ См.: Milton Friedman. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // N.Y. Times. – Sept. 13, 1970. §6 (Magazine). – P.32.

⁴⁵ Idem. – P. 33.

что данная модель имела в сущности одинаковый характер с моделью Берла и Минса, также указывая, что действия управляющих будут считаться неправильными, если они не будут направлены на увеличение прибыли акционеров. Однако, если Берл и Минс рассматривали корпорацию как объект собственности, управляемый доверительными собственниками, то Фридман определял обязанности управляющих на основе их договорного статуса как агентов. При этом саму корпоративную личность Фридман объяснял не более чем правовую фикцию. Исходя из этого, он по-своему излагал концепцию социальной ответственности. Он писал: "Что это означает – "бизнес" имеет ответственность? Только люди могут иметь ответственность"⁴⁶. По Фридману, корпорация представляет собой лишь "искусственную личность", и непонимание этого приводит к непониманию реальной сути максимизации прибыли со стороны управляющих, кроме как в рамках своих обязанностей. Однако Фридман также не забыл учесть и социальную ответственность корпорации. Как он указывал, корпоративная политика имеет целью служить и интересам неакционеров за счет акционеров и проявляется это, в частности, в форме налогов на прибыль акционеров. За счет этих налогов и компенсируются интересы и требования не участников акционерных обществ.

Но идея Фридмана, по нашему мнению, имеет определенные расхождения с пониманием корпорации как отдельного субъекта, так как она в целом фокусировалась на отношениях акционеров и управляющих. При этом суть понятия "корпоративный субъект" была сужена до отношений акционеров и их агентов, что сближает эту концепцию с агрегативной.

Последующие теоретики, разделяя противорегулятивное утверждение Фридманской школы, разрабатывали идентичную аргументирующую стратегию. Однако, делая упор на отношения акционеров и менеджмента, эти теоретики описывали корпорацию как "связку контрактов" между всеми участниками корпора-

⁴⁶ Idem. – P.37.

тивной деятельности⁴⁷. Согласно этой точке зрения, "корпорация рассматривается как "паутина" продолжающихся контрактов (очевидных и подразумеваемых) между различными физическими лицами. При этом рассмотрение корпорации как "лица" является слабой и неважной фикцией"⁴⁸. Условия подобного договора устанавливаются или посредством реального соглашения, или же нормами самого корпоративного права. Стремление правительства наложить ограничения на действия подобных договоров нарушает свободу договоров и антиперераспределительную идеологию, которая лежит в основе концепции "связки договоров". Но во всяком случае, в данной концепции, на наш взгляд, сущность корпорации не материализируется, и опять-таки целью подобной идеи является обоснование первичности акционеров.

Аргумент Фридмана о правах собственности и теория "связки контрактов", как нам представляется, избежали неопределенности идеи о корпоративной личности, чтобы обосновать первичность акционеров и социальную ответственность. Раз уж заговорили о корпорации как о "связке отношений" между физическими лицами, вовлеченными в производство, дискуссии о корпоративной личности утратили всякое значение. По словам известного теоретика Д.Р.Фишера, "если это правовая фикция, то корпорация не может иметь социальные и моральные обязанности. Только люди могут иметь социальные и моральные обязанности"⁴⁹.

Однако, с нашей точки зрения, подобная стратегия нематериализации не способна завершить корпоративные дебаты. Противоречия при этом переносятся от природы корпоративного лица к объему обязанностей физических лиц в отношении друг друга. Поэтому "коммунативные" критики контрактной позиции одинаково пренебрегают вопросом о корпоративной личности и

⁴⁷ Самое важное и полное применение данной идеи см.: Frank Easterbrook & Daniel R. Fischer. *The Economic Structure of Corporate Law*. – 1991, а также: Henry N. Butler. *The Contractual Nature of the Corporation* // *Geo. Mason L. Rev.* – 1989. – №11. – P.100.

⁴⁸ См.: William T. Allen. *Contracts and Communities in Corporation Law* // *Wash. & Lee L. Rev.* – 1993. – №50. – P.1395, 1400.

⁴⁹ См.: Daniel R. Fischer. *The Corporate Governance Movement* // *Vand. L. Rev.* – 1982. – №35. – P.1259, 1273.

фокусируются на отношениях между настоящими лицами корпоративной деятельности⁵⁰. Вместо рассмотрения корпорации как элемента рынка, в котором индивидуалы объединяются в личных целях, критики рассматривают корпорацию как общину, в которой такие ценности, как вера и уважение к другим, определяют удачу предприятия. Поскольку эти ценности действительно являются необходимой частью внутрикорпоративных отношений, сторонники коммунативной концепции отрицают идею договорной концепции о простом сведении сущности корпорации к первичности акционеров и максимизации прибыли.

Один из коммунативных подходов предполагает более широкое участие акционеров в корпоративном управлении. В подобном направлении Абрам Чейз критикует традиционную нацеленность корпоративного права на защиту интересов акционеров: "Концепция корпорации, которая очерчивает границы участия так узко, является серьезно неадекватной. Наиболее объемная концепция участия, более близкая к фактам корпоративной жизни, включала бы все, что имеет отношение в достаточной близости с корпорацией или субъектом ее власти в достаточно специализированном способе"⁵¹. Все эти лица, с точки зрения Чейза, должны иметь пользу от "институционального порядка, хорошо созданного для представления интересов участников корпоративных отношений, которые имеют значительное общее отношение к корпорации и ее власти"⁵².

Концепция Чейза, нацеленная на вовлечение участников-неакционеров в корпоративное управление, по нашему мнению, стала одним из способов использования агрегативной теории для противостояния идее первичности акционеров. Другие же критики утверждали, что участники-неакционеры реали-

⁵⁰ Сторонниками подобной концепции являются Билл Браттон, Лиман Джонсон, Ларри Митчелл и Мерлиин О'Коннор. См. подробнее: David Millon. Communitarianism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies, in *Progressive Corporate Law / Lawrence E. Mitchell ed.* – 1995. – P.1. См. также: David Millon. Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law // *Wash. & Lee L. Rev.* – 1993. – №50. – P.1373, 1391–1393.

⁵¹ См.: Abram Chayes. *The Modern Corporation and the Rule of Law: The Corporation and Modern Society / E. Mason.* 25 ed. – 1959. – P.41.

⁵² *Idem.*

зуют свои права через их вовлечение в долгосрочные отношения взаимной независимости и уязвимости⁵³. При этом вступление одних физических лиц во взаимоотношения с другими лицами порождает новые обязательства, предусмотренные контрактом.

Как видим, сегодняшние споры о предпочтительности первичности акционеров ведутся, не принимая во внимание аргументы о личности корпоративного субъекта⁵⁴. На наш взгляд, подобное упущение вытекает из неопределенности того, каким субъектом является корпорация. При этом сторонники каждой концепции исходят в сущности из одинаковых корпоративных отношений, но характеризуют эти связи различными способами.

В основе коммунативной критики идеи первичности акционеров лежит отрицание предположения, что люди довольствуются только тем, о чем они могут договориться. При этом сторонники договорной концепции учитывают множество объединенных в корпорации людей, действующих в личных интересах, и исходят из посылки, что целью корпоративного права является содействие достижению их целей. Критики же идеи первичности акционеров рассматривают участников корпорации как субъектов, связанных вместе в общем предприятии и зависящих в достижении своих целей от усилий друг друга.

Но сторонники и коммунативной, и договорной концепции разделяют единую точку зрения по поводу отношений между участниками корпорации. Например, Чейз говорит о "линии между теми, кто "внутри", и теми, кто "снаружи" корпорации"⁵⁵.

⁵³ См.: Joseph W. Singer. The Reliance Interest in Property // Stan. L. Rev. – 1988. – №40. – P.611.

⁵⁴ Важным исключением нам представляется работа Маргарет Блейр и Линн Стоут. В противоположность идее "корпорация как община", эти критики первичности акционеров описывают корпорацию как команду. При этом они опираются на идею о корпоративной личности при определении независимого совета директоров как ответственного за обеспечение баланса интересов участников корпорации. См. подробнее: Margaret Blair & Lynn Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // Va. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247. For criticism of the Blair and Stout argument on the ground (among others) that it does not improve the bargaining situation of nonshareholders in relation to shareholders. See: David Millon. New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law // Va. L. Rev. – 2000. – №86. – P.1001.

⁵⁵ См.: Chayes A. Op. cit. – P.41.

Эта линия важна, ибо те, кто "внутри", участвуют в управлении корпорацией, и, согласно Чейзу, не только акционеры должны входить в эти рамки. Сторонники договорной концепции схожим образом смотрят на тех, кто вошел в договорные отношения друг с другом, и коммунитарянцы тоже говорят об этих участниках корпоративной деятельности как членах единой общины, созданной их взаимоотношениями в их интересах. Таким образом, мы полагаем, что обе концепции имеют то общее, что основное внимание уделяют внутренним аспектам, и корпоративное право нацеливается ими на регулирование взаимоотношений между различными участниками корпорации.

1.2. Теоретические концепции (модели) правового статуса акционеров в корпорации

Из анализа изученной нами литературы видно, что механизм организации, действия и правовой базы корпоративной формы управления интенсивно эволюционировал в течение последних двух веков. Первоначально, при возникновении акционерной формы, участники корпорации, которые ныне именуется как акционеры, являлись лишь предпринимателями, объединившими свои материальные блага для совместного совершения предпринимательской деятельности, и о создании такого отдельного юридического лица, как акционерное общество, не могло быть и речи⁵⁶. Соответственно, в те времена определить правовой статус этих участников не представляло особой трудности, так как они, несомненно, являлись собственниками своего имущества. Однако уже в начале XIX в. стала возникать необходимость в создании и правовом определении особой формы организации капитала – акционерного общества, что привело к образованию в Западной Европе и в североамериканских колониях Англии ряда крупных акционерных обществ⁵⁷. В

⁵⁶ См.: Ruben D. The Existence of Social Entities // Philosophical Quarterly. – 1982. – №32. – P.295.

⁵⁷ См.: Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалеи В.В. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы). – Минск: Амалфея, 1999. – С.368.

результате в течение XIX в. возникли акционерные общества в их современном понимании, имеющие характеристики, которые индивидуально или в комбинации предоставляли целый ряд преимуществ при создании больших организаций с множеством владельцев, что позволяло корпорациям играть доминирующую роль в развитых рыночных экономиках. Это, в первую очередь, было достигнуто путем обеспечения особой правовой субъектности подобных предпринимательских организаций, которые уже имели в своем распоряжении имущество, отдельное от своих участников, могли заключать договора и, в свою очередь, нести определенную юридическую ответственность⁵⁸. Представляется, что именно благодаря подобной структурной организации и правовому статусу акционерные общества стали столь удобным с экономической точки зрения и важным юридическим субъектом. Эти качества акционерных обществ привели к тому, что они начали играть важную роль в механизме человеческого общества и стали уже восприниматься тоже почти как члены общества⁵⁹.

Конечно, подобная эволюция, на наш взгляд, не случайна: она явилась результатом дальнейшего социально-экономического развития общества, удовлетворяя его социальные потребности. Однако структурное усложнение организации акционерного общества привело к усложнению решения вопросов, связанных с правовым статусом и функционированием корпораций, в частности организацией их эффективной деятельности. Естественно, при первоначальном развитии корпоративного права такие вопросы не имели особой значимости, ибо прежде корпорации были организованы структурно проще. Одним из важнейших стал вопрос об экономическом и правовом статусе акционеров, так как в отличие от ранних предпринимательских организаций, акционеры теперь юридически уже не являются непосредственными владельцами имущества кор-

⁵⁸ Так, по законодательству США корпорации могли нести даже уголовную ответственность, что, по нашему мнению, не находит нормального объяснения с гражданско-правовой точки зрения.

⁵⁹ См.: Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // *Uni Chi L. Rev.* – 1987. – №54. – P.1441, 1464–1478.

порации. Сложившийся юридический механизм функционирования корпораций требовал, чтобы акционерное общество как независимый субъект права имело в собственном распоряжении свое имущество, в противном случае оно становилось "пустышкой", "мыльным пузырем", широко известным в истории английского корпоративного права⁶⁰.

Претерпела эволюцию и природа взаимоотношений между физическими лицами в акционерном обществе. К примеру, в товариществах эти отношения намного проще: участники их вкладывают свои средства в товарищество и до конца остаются его членами, причем изменение числа участников товарищества связывается с многочисленными формальностями. Таким образом, эти члены, будь их трое или десять, представляют "лицо" товарищества. Как указывал еще в начале XX в. Г.Ф.Шершеневич, "физические лица образуют в соединении особый субъект права, отличный от них: они только члены соединения"⁶¹. Однако в акционерных обществах связь между их участниками, будь то акционеры, управляющие или другие участники их деятельности, стала более туманной. Благодаря ликвидности фондового рынка акционеры могут быстро и часто передавать свое участие (акции) другим лицам. То же относится к управляющим, которые легко могут быть переизбраны в случае их некомпетентности. Отныне акционерные общества как юридические лица больше не имеют столь прочных связей со своими участниками, как товарищества. В итоге акционерные общества стали как бы подобны "пустой скорлупе, не имеющей постоянного содержимого". Именно подобное отделение акционерного общества от своих участников делает его в современном понимании не только субъектом права, но и субъектом общественных отношений в целом, и оно становится таким же участником общества, как человек.

Однако мы считаем, что при этом вопрос об экономическом статусе акционеров обретает важное значение, весьма суще-

⁶⁰ Акт "О мыльных пузырях", принятый в Англии в XIX в., целью которого было предотвращение существования корпораций – "пустышек", которые не могли нести юридических обязанностей. См.: Функ Я.И. и др. Указ. соч. – С.370.

⁶¹ См.: Шершеневич Г.Ф. Курс гражданского права. – Тула: Автограф, 2001. – С.120.

ственное в плане повышения их благосостояния, так как речь идет об определении эффективных принципов корпоративного права. При этом как в случае корпоративного права, так и в других частноправовых сферах, регулирующих имущественные отношения, эти принципы, на наш взгляд, должны быть именно экономически эффективными. Это объясняется очень просто. Как справедливо отмечает проф. Е.А. Суханов, "собственность – это определенное экономическое, то есть фактическое отношение, подвергаемое правовому оформлению. Право оформляет две стороны экономических отношений собственности: и отношения между людьми по поводу имущества, давая владельцу возможности защиты от недобросовестных посягательств иных лиц, и его отношение к присвоенному имуществу, определяя границы его дозволенного использования. Таким образом, правовая форма отношений собственности определяется его экономическим содержанием"⁶².

Форма, как известно, органически взаимосвязана с содержанием, и в данном случае, с нашей точки зрения, это означает неразрывное единство экономического и правового. Отсюда мы можем сделать вывод, что эффективность правового регулирования отношений собственности, в ряд которых, несомненно, входят отношения, регулируемые корпоративным правом, зависит от того, насколько полно и адекватно правовая система смогла отразить в себе реальную сущность и потребности этих экономических отношений. Из этого же следует, на наш взгляд, что для наиболее эффективного построения правовой системы, в первую очередь, необходимо правильно определить экономические потребности той или иной сферы общественных отношений, которые нуждаются в эффективном правовом регулировании.

Учитывая, что Узбекистан находится еще на этапе становления и начального развития корпоративного законодательства, четкое определение подобных фундаментальных принципов для корпоративного права ныне представляется нам особенно необходимым, так как от этого зависит дальнейшее направле-

⁶² См.: Гражданское право: В 2 т. Т. I: Учебник / Под ред. Е.А. Суханова. 2-е изд. – М.: БЕК, 1998. – С.477.

ние развития акционерного законодательства страны, а также качество конечных результатов его практической реализации.

Таким образом, мы можем констатировать, что статус акционеров, как на практике, так и в теории корпоративного права, остается дискуссионной темой. При этом основной причиной возникновения острых дебатов представляется недостаточно четко определенная экономическая и социальная сущность корпораций. Дискуссии мы можем в основном разделить на два типа. Первый тип – это указание на то, что корпорация является социальным организмом и потому должна взаимодействовать со всеми членами общества на равном положении, а значит, должна иметь и социальную ответственность. Поэтому данное направление получило название *модель социальной ответственности корпораций* (corporate social responsibility), или *модель участников деятельности корпорации* (stakeholder model)⁶³. Согласно этой концепции, корпорация должна действовать в интересах всех своих участников, т.е. управляющих, служащих, акционеров, кредиторов, поставщиков и др.⁶⁴ Подобное определение статуса корпорации предопределяет, в свою очередь, всю сущность политики корпоративного права, в том числе и корпоративного управления. Это нашло свое отражение в практике многих стран мира. Так, в Германии был законодательно обеспечен повышенный статус служащих в корпоративном управлении. То же самое можно видеть в той или иной форме в других странах Европы. В США до 80-х годов XX в. в корпоративном управлении большое значение придавалось управляющим корпорации, которые, как указывали Берл и Минс, "являются фактическими владельцами собственности корпорации"⁶⁵.

В противоположность этой модели, существовала *акцио-*

⁶³ См.: McGuire, J. B., Sundgren A. and Schneeweis T. Corporate social responsibility and firm financial performance // Academy of Management Journal. – 1988. – №31(4). – P.354–372.

⁶⁴ Возникновение этой концепции связано, в первую очередь, с именем Мерика Додда. См.: E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.

⁶⁵ См.: Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.

нерная модель (shareholder oriented model), по которой акционерное общество больше воспринимается как инструмент повышения благосостояния акционеров и только акционеров. Эта модель также подвергалась критике, как и восхвалялась за целесообразность. По этому поводу был предложен ряд теоретических концепций, которые мы тоже считаем нужным подразделить по их направленности на акционерную модель и модель участников деятельности.

В обосновании акционерно-направленной модели были задействованы такие теории, как теория естественных прав собственности, агентская теория, управленческая теория, финансовая модель, модель близорукости рынка.

Концепция естественных прав собственности является весьма традиционной точкой зрения, рассматривающей частную собственность как основу оптимального социального порядка и эффективного развития экономики. Поэтому право частной собственности признано неприкосновенным. Точка зрения естественных прав собственности была развита в теории корпоративного права в течение XVII–XVIII вв. Предполагалось, что право инкорпорирования является составной частью права владеть собственностью и заключать контракты, а потому корпорации должны рассматриваться в аспекте прав их владельцев⁶⁶.

Когда возникла современная корпорация, точка зрения естественности прав в отношении корпорации была развита вместе с агрегативной теорией. Сторонниками ее были немецкий юрист Рудольф Вон Джери и американский юрист Весли Хохфельд⁶⁷. Эта теория утверждает, что корпорация как правовой феномен была создана государством и является не более чем объединением акционеров. Новая форма корпоративной собственности являет собой агрегацию индивидуальных прав собственности под коллективным именем, объединенную контрактом и защищенную корпоративным правом. Поскольку ак-

⁶⁶ См.: Allen W.T. Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation // *Cardozo Law Review*. – 1992. – №14(2). – P.261–281.

⁶⁷ См.: Orts Eric Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes // *George Washington Law Review*. – 1992. – №61. –P.14–135.

ционеры являются собственниками корпорации, то корпорация, в свою очередь, имеет правовые обязанности, и менеджеры несут фидуциарную обязанность действовать именно в интересах акционеров⁶⁸. Более современная концепция теории естественных прав собственности ассоциируется также с Чикагской школой права и экономики. Согласно этой теории, имущество корпорации является собственностью акционеров, а управляющие и менеджеры как агенты акционеров не имеют правовых обязанностей и прав в отношении других участников⁶⁹.

Неоклассические экономисты Фредерик Вон Хайек и Милтон Фридман выступили основными сторонниками либерального индивидуалистического подхода к собственности и корпоративному управлению. Для Хайека индивиды, владеющие частной собственностью и преследующие собственные интересы, обеспечивают наиболее эффективную экономическую деятельность и ее результаты. Поэтому корпорация, использующая капитал акционеров, должна иметь своей целью максимизацию прибыли для повышения благосостояния акционеров⁷⁰. Если корпорация использует прибыль для иных целей, это может быть интерпретировано как злоупотребление менеджерами своими полномочиями и неэффективное распределение корпоративных ресурсов. Хайек утверждает, что права собственности акционеров в корпорации должны быть полностью защищены, а контроль акционеров над корпорацией должен быть усилен.

Фридман также утверждает, что требование о социальной ответственности бизнеса является вредным для основ свободного общества со свободным предпринимательством, основанным на системе частной собственности⁷¹. По его концепции,

⁶⁸ См.: Barker E. Introduction // Gierke O. *Natural Law and the Theory of Society: 1500 to 1800*/Translated by Barker E. – Cambridge: Cambridge University Press, 1958; Mayson S.W., French D., Ryan C.L. *Company Law*. – London: Blackstone Press, 1994.

⁶⁹ См.: Allen W.T. *Op. cit.* – P.261–281; Blair M.M. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century* // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995.

⁷⁰ См.: Hayek F.A. *The Corporation in a Democratic Society: in whose Interest ought it and will it be Run?* / Ansoff H.I. *Business Strategy*. – Penguin: Harmondsworth, 1969.

⁷¹ См.: Friedman M. *Capitalism and Freedom*. – Chicago: Chicago University Press, 1962; Friedman M. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* // *New York Times Magazine*. – September 13, 1970. – P.32–33, 122–126.

акционеры вкладывают капитал, а затем нанимают менеджеров "вести бизнес в соответствии с желаниями акционеров, которые хотят как можно больше денег"⁷². При этом, как он считает, функция бизнеса в обществе заключается в получении на свободном рынке прибыли для акционеров и не должна быть смешана с другими социальными функциями, осуществляемыми правительством и различными социальными учреждениями. Интересы иных участников деятельности корпорации обеспечиваются посредством контракта или через правительственное регулирование и не должны реализоваться в корпоративном управлении. Управляющие и менеджеры являются агентами акционеров, ответственными за увеличение прибыли акционеров. Если менеджменту дозволено или от него требуется достижение любых других социальных целей, то в результате реальная ответственность менеджеров перед акционерами не может быть обеспечена и их права собственности будут нарушены. Фридман утверждает, что корпорация представляет собой лишь "искусственную личность", и непонимание этого факта привело к непониманию реальной сути обязанности управляющих по максимизации прибыли⁷³. А потому единственной социальной ответственностью бизнеса является повышение его прибыльности.

В недавних дебатах по корпоративному управлению Е.Стернберг защищает точку зрения прав собственности акционеров и серьезно критикует теорию участников деятельности корпорации как наносящую ущерб частной собственности, агентской обязанности и способностям бизнеса по повышению благосостояния. Далее она предлагает улучшить англо-американскую систему корпоративного управления посредством расширения отчетности компании перед ее акционерами⁷⁴. Это может быть осуществлено или через эффективный мониторинг, такой, как право голосования акционеров, незави-

⁷² Idem. – P.33.

⁷³ Idem. – P.37.

⁷⁴ См.: Sternberg E. Corporate Governance: Accountability in the Marketplace // The Institute of Economic Affairs. – London, 1998; Sternberg E. The Defects of Stakeholder Theory // Corporate Governance. – 2000. – №5(1). – P.3–10.

симые исполнительные директора и раскрытие информации акционерам, или через рынок корпоративного контроля.

Агентская теория. Возникновение агентской теории связывается с Адамом Смитом, который обнаружил агентскую проблему в акционерных компаниях, т.е. пренебрежительность и нечестность менеджеров⁷⁵. А.Берл и Г.Минс также указывают на существование агентской проблемы в современной корпорации. Данная проблема отражается на результатах разделения владения и управления, которые предоставили профессиональным менеджерам чрезмерную власть в корпорации⁷⁶. Как отмечают А.Берл и Г.Минс в своей работе "Современная корпорация и частная собственность", которая играет фундаментальную роль в современной концепции разделения, владения и управления, "к 1930 годам форма участия в корпорациях США изменилась так сильно, что американский капитализм прошел путь от эры предпринимателя-владельца до эры, где участие в корпорациях стало атомизировано"⁷⁷. Как они отмечают, "это была эра, в которой эффективный контроль над корпорацией не был типично осуществлен владельцами акций – акционерами, а ... эффективный контроль над корпорациями осуществлялся со стороны нанятыми, профессиональными менеджерами"⁷⁸.

Исходя из подхода Берла и Минса, можно утверждать, что роль управляющих становится идентичной доверительной, при которой они управляют доверенной собственностью; сама корпорация в целом при этом выступает как доверительная собственность, а полномочия управляющих носят доверительный характер. Как указывают эти авторы, "эти полномочия необходимы и они должны осуществляться в пользу всех акционеров, в какой бы форме она (корпорация) ни существовала"⁷⁹. Исходя из этой концепции, Берл и Минс считали, что главной проблемой в корпоративных отношениях является "провал" в испол-

⁷⁵ См.: Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. – Modern Library ed. – 1937. – P.699–700.

⁷⁶ См.: Adolf A. Berle Jr. & Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.

⁷⁷ Idem. – P.245.

⁷⁸ Idem. – P.246.

⁷⁹ Idem. – P.248.

нении управляющими своих доверительных обязанностей, так как благодаря разрозненному владению корпорацией акционеры становятся отделенными от своего имущества и не могут осуществлять непосредственный контроль над ним, что дает управляющим право распоряжаться этим имуществом в целях, противоречащих интересам акционеров.

В целом с введением понятия "разделения владения и управления" со стороны Берла и Минса была совершена попытка дать свое определение сущности предпринимательских корпораций, или акционерных обществ.

В их исследовании они поставили вопрос о привилегированности статуса акционеров, основываясь на их особых правах среди прочих участников корпорации. Эта концепция, конечно, не утверждала, что право собственности на корпоративное имущество непосредственно принадлежит акционерам, так как при этом ставится под вопрос существование корпорации как личности. Однако они утверждали, что акционерам принадлежит сама корпорация в целом, а отсюда и проистекает обязанность менеджеров действовать в наилучших интересах акционеров: "корпорация принадлежит им, чтобы служить их (акционеров. – С.Г.) наилучшим интересам"⁸⁰.

Далее концепция развивается как "теория фирмы" (т.е. АО), разработчиком которой является Р.Коуз. Эта теория предопределила фундаментальные черты дальнейшего развития агентской теории⁸¹. Агентская теория официально возникла в течение 70-х годов XX в. (Росс является одним из основателей данной теории). В своей парадигматической версии эта теория рассматривает отношения между принципалом (т.е. собственником) и агентом (т.е. менеджером), который работает на основе четко определенного задания⁸². В настоящее время агентская теория удачно рассматривается в специальной литерату-

⁸⁰ Idem. – P.334, 354 ("A corporation `belongs' to its shareholders . . . and theirs is the only interest to be recognized as the object of corporate activity").

⁸¹ См.: Ronald Coase. The Nature of the Firm // *Economica*. – 1937. – №4. – P.386–405.

⁸² См.: Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // *American Economic Review*. – 1990. – №80. –P.94–106.

ре, в частности, включая работы Дженсена и Меклинга⁸³, Фама и Дженсена⁸⁴ среди многих других.

Согласно этой теории, центральной проблемой корпоративного управления является вопрос самоинтересованного поведения агентов в общих отношениях принципал – агент. Отношения эти означают, что принципалы, т.е. акционеры, назначают агентов, т.е. управляющих и директоров, работой, которую они выполняют от имени принципалов⁸⁵. Основываясь на заключении, что индивиды стремятся действовать лишь ради собственного благополучия, агентская теория утверждает, что менеджеры скорее всего могут действовать, преследуя собственные интересы за счет интересов акционеров.

При этом агентская теория рассматривает две основные проблемы, существующие в отношениях принципал – агент. Первая проблема – сложность или дороговизна осуществления мониторинга со стороны принципала за поведением агентов. Вторая проблема заключается в различных интересах принципала и агента из-за разного отношения их к риску⁸⁶. Эти проблемы, в свою очередь, приводят к своеобразному типу менеджерских (агентских) затрат, которые осуществляются в процессе того, как принципалы – владельцы имущества пытаются обеспечить, чтобы агенты, менеджеры действовали в интересах принципалов⁸⁷. В результате основной целью агентской теории является определение наиболее эффективных путей реализации отношений принципал – агент.

Согласно агентской теории, все социальные отношения в экономических взаимодействиях могут быть учтены в контракте между принципалами и агентами⁸⁸. Контрактные отношения со-

⁸³ См.: Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305–360.

⁸⁴ См.: Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327–352.

⁸⁵ См.: Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74.

⁸⁶ Idem. – P.58.

⁸⁷ См.: Jensen M.C., Meckling W.H. Op.cit. – P.305–360.

⁸⁸ Как отмечает Люиз Корнхаузер, "термин связка контрактов стал революционным лозунгом, который трансформировал не только понимание права, но и само право".

ставляют сущность корпорации и существуют не только между акционерами, но и между служащими, поставщиками, клиентами, кредиторами и др. При этом акционерное общество представляется как нереальное творение, как правовая фикция, созданная системой контрактов между различными принципалами и агентами⁸⁹. Поэтому акционерное общество рассматривается как типичное рыночное соглашение⁹⁰. Поскольку существует агентская проблема для всех контрактов, то составление их должно обеспечивать защиту интересов и принципала, и агента для объединения их интересов. При этом ключевым вопросом является создание оптимального средства стимулирования такого объединения их интересов⁹¹.

С нашей точки зрения, очень важным здесь является вопрос, будет ли контракт, ориентированный на поведение (зарплата, иерархическое управление), более эффективным, чем контракт, ориентированный на результат (передача прав собственности, рыночное управление и т.п.)⁹². И то, и другое зависит во многом от доступности полной информации. Вместе с тем следует отметить, что контракт с поведенческим направлением представляется предпочтительным, ибо при этом поведение агента можно будет наблюдать. Если же поведение агента полностью наблюдать невозможно, то у принципала есть две возможности: первое – это купить информацию о поведении агента и вознаграждать агента, исходя из этой информации, и второе – вознаграждать агента, исходя из результатов его деятельности. Поэтому наиболее эффективный контракт должен отражать в себе баланс между затратами на измерение поведения агента и затратами на измерение результатов и передачей риска агенту⁹³.

См.: Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // *Colum. L. Rev.* – 1989. – №89. – P.1449–1469.

⁸⁹ См.: Jensen M.C., Meckling W.H. *Op. cit.* – P.305–360.

⁹⁰ См.: Alchian A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organisation // *American Economic Review.* – 1972. – №62(5). – P.777–795.

⁹¹ См.: Jensen M.C., Meckling W.H. *Op. cit.* – P.356.

⁹² См.: Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // *Academy of Management Review.* – 1989. – №14(1). – P.57–74.

⁹³ *Idem.*

Управленческая теория. Управленческая теория предлагает совершенно иную точку зрения, в отличие от агентской теории и других⁹⁴. Если агентская теория строится на предположении о самоинтересованном поведении агента, утверждая, что менеджерам как агентам нельзя доверять и над ними надо осуществлять полный мониторинг, то управленческая теория считает это утверждение ошибочным, исходя из того, что менеджеры, дескать, являются хорошими управляющими⁹⁵. Основываясь на традиционной точке зрения о корпорации как о правовом субъекте, в котором директора несут фидуциарную обязанность перед акционерами, управленческая теория утверждает, что менеджеры действуют как управляющие, чтобы служить интересам акционеров, и прилежно работают в целях достижения высокого корпоративного дохода. При этом менеджеры, мол, имеют многие другие мотивы, а не только самоинтересованность, – такие, как стремление к достижению признания, чувство ответственности, получение удовольствия от своей удачной деятельности, уважение к власти, достижение социального статуса и соблюдение трудовой этики⁹⁶. Поэтому считается, что реализация принципа разделения владения и управления необязательно приводит к конфликту интересов между акционерами и менеджерами. На деле разделение, дескать, приводит к развитию менеджерской деятельности, что, в свою очередь, полезно для роста корпоративной производительности и благосостояния акционеров. Исходя из этого, утверждается, что наделение менеджеров полной властью необходимо для максимизации корпоративной прибыли и повышения благосостояния акционеров.

Финансовая модель. Логическим продолжением агентской теории стала финансовая модель, так как обе они имеют целью повышение эффективности рыночного управления для

⁹⁴ См.: Marris R. The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism. – London: Macmillan, 1964; Nichols T. Ownership, Control, and Ideology. – London: Allen & Unwin, 1969; Etzioni A. A Comparative Analysis of Complex Organisations. – New York: Free Press, 1975.

⁹⁵ См.: Posner, B. Z. and Schmidt W. H. Values and the American Manager // California Management Review. – 1984. – №26(3). – P.202–216.

⁹⁶ См.: Reed Darryl. Stakeholder Management Theory: A Critical Theory Perspective // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(3)(July). – P.453–484.

обеспечения того, чтобы менеджеры действовали в интересах максимизации благосостояния акционеров⁹⁷. Данная концепция в основном ассоциируется с именем Генри Манне, который изучал рынок корпоративного контроля⁹⁸. Эта модель называется также моделью эффективного рынка⁹⁹. Финансовая модель играла важную роль в структуре корпоративного управления во второй половине XX в., особенно в процессах поглощения, происходивших в 80-е годы XX в.

Теория финансовой экономики утверждает, что цена акции полностью отражает рыночные условия достижения всех будущих прибылей и роста компании. Исходя из этого, сторонники финансовой модели полагают, что интересы акционеров наилучшим образом повышаются благодаря максимизации цен акций за короткий период. Цены акций рассматриваются как индикатор корпоративной производительности, и фондовый рынок является наилучшим измерителем эффективности деятельности менеджеров. Если акционерное общество недостаточно производительно, цена его акций будет ниже, что предоставляет аутсайдерам шанс купить его акции и управлять обществом более эффективно и таким образом получить больше прибыли. Поэтому угроза поглощений стимулирует менеджмент приложить больше усилий для увеличения прибылей акционеров. Исходя из этой концепции, утверждается, что принцип разделения владения и управления, порождает, конечно, расхождение интересов менеджеров и акционеров. Однако это положение выправляется рынком корпоративного контроля, который является наиболее эффективным способом дисциплинирования поведения менеджеров¹⁰⁰. Исходя из этого, специалисты делают вы-

⁹⁷ См.: Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P.438.

⁹⁸ См.: Manne H.G. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №75. – P.110–126.

⁹⁹ См.: Blair M.M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995. – P.27.

¹⁰⁰ См.: Alchian A.A., Kessel R.A. Competition, Monopoly and the Pursuit of Pecuniary Gain // Aspects of Labour Economics. – Princeton, National Bureau of Economic Research. – 1962.

вод, что остаточные права акционеров по голосованию должны быть повышены, а "внешняя интервенция" и создание искусственных преград поглощениям со стороны государства приведут к неэффективному функционированию рынка¹⁰¹.

Модель близорукости рынка. Эта модель разделяет общую с агентской теорией точку зрения по поводу того, что корпорация должна служить только интересам акционеров. Однако данная модель критически относится к англо-американской модели корпоративного управления как чрезмерно беспокоящейся о краткосрочной выгоде – краткосрочной отдаче от инвестиций, краткосрочных корпоративных выгодах, краткосрочной производительности менеджмента, краткосрочных повышениях цены на акции на фондовом рынке, и все это – из-за давления со стороны рынка. Эта модель доказывает, что существующая система корпоративного управления не нацеливает менеджмент на заботу о долгосрочном благосостоянии и потенциальную конкурентоспособность корпорации¹⁰². Одним из качеств этой системы является, дескать, оценка корпоративной производительности и усилий менеджмента. Но данный подход основывается на краткосрочных финансовых результатах, часто измеряемых одногодичным периодом и даже кварталом. Менеджеры, мол, вынуждены уделять больше внимания на индикаторы краткосрочной производительности и меньше – на долгосрочные инвестиции, как, например, на научно-исследовательские проекты.

При этом утверждается, что фондовый рынок не является хорошим индикатором корпоративной производительности, ибо не может бороться с неопределенностью ситуации на рынке, а отсюда – зачастую неадекватная оценка состояния дел корпорации. Под влиянием изменений рыночной конъюнктуры цены на акции часто меняются вне зависимости от реальных объектив-

¹⁰¹ См.: Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – №88. – P.288–309.

¹⁰² См.: Hayes R.H., Abernathy W.J. Managing our Way to Economic Decline // Harvard Business Review. – 1980. – №58. – P.67–77; Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Oxford: Clarendon, 1994; Sykes A. Proposals for Internationally Competitive Corporate Governance in Britain and America // Corporate Governance. – 1994. – №2(4). – P.187–195.

ных факторов, например в зависимости от предположений участников рынка, их настроений и т.п.¹⁰³ Поэтому утверждается, что рынок корпоративного контроля не служит эффективным дисциплинирующим механизмом. Угроза недружественных поглощений может отвлечь внимание менеджеров, вынужденных бороться с недружественными поглощениями.

Модель близорукости рынка выступает, таким образом, за то, чтобы реформа корпоративного управления нацеливала акционеров и менеджеров на долгосрочную производительность, на их активное участие в деятельности корпорации, не допуская возможностей легкого выхода акционеров из акционерного общества¹⁰⁴.

Основными *моделями участников корпорации* (stakeholder model) стали плюралистическая модель и модель попечительства. Теория социальной ответственности корпорации была предложена в 1932 г. профессором Гарвардской школы права Мерриком Доддом¹⁰⁵. Он утверждал, что корпорация состоит не только из акционеров. Свою роль в корпорации играют также работники, кредиторы, потребители и др., так как принятие решений, в конечном итоге, затрагивает и их права и интересы, а также интересы общества в целом. Под этим подразумевается, что корпорация не может принимать решения во вред всему обществу (например, ведущие к загрязнению окружающей среды и т. п.). Эгоистично при этом будет учитывать только интересы акционеров. В свою очередь, подобный подход дает нам основания для размышления о корпорации как об отдельном члене общества, а не просто о средстве получения прибыли¹⁰⁶.

Плюралистическая модель. Плюралистическая модель поддерживает идею о множественности интересов всех участ-

¹⁰³ См.: Keynes J.M. The General Theory of Employment. Interest and Money. – London: Macmillan, 1936; Shiller R.J. Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends / R.J. Shiller (ed.). Market Volatility. – Cambridge: The MIT Press, 1989.

¹⁰⁴ См.: Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997.

¹⁰⁵ Idem.

¹⁰⁶ См.: E. Merrick Dodd, Jr. Op. cit. – P.1161.

ников деятельности корпорации, а не только акционеров. Она утверждает, что корпорация должна служить более широкой группе участников, что сделает ее более эффективной и правовой. Эта модель исходит из того, что корпоративное управление, конечно, не должно отходить от прав собственности, но такие права не должны быть направлены лишь в отношении акционеров, права собственности могут быть востребованы и со стороны других участников деятельности, особенно трудящихся¹⁰⁷. Те участники, которые инвестируют определенные средства и несут известный риск, должны тоже иметь достаточно прав и потому участвовать в принятии решений в корпорации в целях повышения эффективности ее деятельности¹⁰⁸.

Плюралистическая модель часто связывается с универсальной позицией в учете интересов более широкого круга участников корпоративной деятельности¹⁰⁹. И это направление рассматривается как самый эффективный способ повышения конкурентоспособности и прибыльности корпорации. Например, идея Фридмана о первичности менеджмента в качестве бизнес-стратегии также является универсальным направлением. Здесь утверждается, что корпорации, ставящие менеджмент на более высокое положение, работают наиболее эффективно¹¹⁰.

Модель попечительства (trusteeship model). Эта модель отражается на реалистичной точке зрения при рассмотрении существующей управленческой ситуации в корпорациях. Исходя из континентальной (европейской) концепции корпорации

¹⁰⁷ См.: Gamble A., Kelly G. Shareholder Value and the Stakeholder // Debate in the UK Corporate Governance. – 2001. – №9(2). – P.110–117.

¹⁰⁸ См.: Blair M.M. Op. cit. – P.27; Kelly G., Parkinson J. The Conceptual Foundations of the Company: A Pluralist Approach // Company Financial and Insolvency Law Review. – 1998. – №2(2). – P.174–197.

¹⁰⁹ См.: Campbell A. Stakeholders, the Case in Favour, Long Range Planning // Journal of Law and Society. – 1997. – №30(3). – P.446–449; Plender J. A Stakeholder in the Future: the Stakeholding Solution. – London: Nicholas Brearley, 1997; Centre for Tomorrow's Company (CTC). The Inclusive Approach and Business Success: the Research Evidence. – London, 1998.

¹¹⁰ См.: Swanson, Diane L. Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1999. – №24(3)(July). – P.506–521.

как социального учреждения с корпоративной личностью, Кей и Сильберстоун утверждают, что публичные корпорации не являются результатом частного контракта, а потому не являются собственностью одного индивидуума¹¹¹. Собственность наличествует, когда владелец имеет абсолютные права владения, использования и распоряжения материальным объектом. Акционеры же только владеют своими акциями в компании и торгуют ими на фондовом рынке. Они не имеют права владеть или использовать имущество компании, определять направления ее деятельности и передавать собственность компании другим. Остаточные права акционеров определяются компанией, а если ее производительность не удовлетворяет требованиям акционеров, то они могут выйти из компании, продав свои акции на фондовой бирже. В этом смысле мнение о том, что корпорация является собственностью акционеров, фактически не имеет никакой основы.

По Кей и Сильберстоуну, права собственности вообще не имеют особого значения для бизнеса. Например, многие публичные институты, как, скажем, музеи, существуют без подобных определенных владельцев. Корпорация не дает акционерам прямого права собственности, поскольку она является особым юридическим субъектом, отдельным от своих участников, а акционеры выступают лишь формальными собственниками корпорации¹¹². Компания имеет свою собственность, свои права и обязанности, свои возможности действовать от собственного имени и сама несет ответственность за свои действия. Поэтому Кей и Сильберстоун отвергают идею о том, что менеджмент – это всего лишь агент акционеров. Они считают менеджеров попечителями корпорации.

Модель попечительства, на наш взгляд, отличается от агентской модели в двух аспектах. Во-первых, фидуциарная ответственность попечителей заключается в сохранении имущества

¹¹¹ См.: Kay J., Silberston A. Corporate Governance // National Institute Economic Review. – 1995. – №84(August). – P.84–97.

¹¹² См.: Deakin S., Slinger G. Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm // Journal of Law and Society. – 1997. – №24(1). – P.124–151; Warren R.C. Corporate Governance and Accountability. – Bromborough: Liverpool Academic Press, 2000. – P.18.

корпорации, включая заботу о благосостоянии не только акционеров, но и более широкого круга лиц – работников, поставщиков, клиентов, а также о репутации компании в обществе. Менеджеры как попечители должны представлять широкие интересы корпорации в целом, а не только финансовые интересы акционеров. Во-вторых, менеджеры должны улаживать конфликтные ситуации как существующих участников деятельности, так и будущих, развивать потенциал компании в долгосрочной перспективе, а не ограничиваться заботой о краткосрочных выгодах акционеров. Для учреждения попечительской модели указанные авторы предлагают внести изменения в существующие законы в направлении закрепления обязанностей директоров, обеспечения полномочий независимых директоров для номинации управляющих, наделения их правом назначать главного директора компании на фиксированные 4 года и т.д.

1.3. Модели корпоративного управления и тенденции его развития в Узбекистане

Анализ обширного круга соответствующей иностранной литературы показал нам, что дебаты и эксперименты по поводу базовой структуры корпоративного права, имевшие место в течение XX в., концентрировались в основном на вопросах о том, как нормы права должны расценивать и защищать интересы акционеров и других участников рынка. В этой связи в практике корпоративного права возникли три альтернативы акционерно-направленной модели управления. Мы назовем их условно как модель корпоративного права с менеджерским направлением, модель с трудовым направлением и модель корпоративного права с государственным направлением. Хотя в разных аспектах и в различных юрисдикциях эти модели достигли определенных успехов как на практике, так и в академической науке, однако, в конце концов, все они утратили свою нормативную привлекательность.

Надо сказать, что в последнее время академическая наука стала фокусировать свое внимание на модели участников дея-

тельности корпорации. Но, на наш взгляд, это всего лишь комбинация элементов, выявленных в более старых моделях, как менеджерская и трудовая. Соответственно те же силы, которые дискредитировали старые модели, в конечном итоге исключают и модель участников деятельности в качестве нежизнеспособной альтернативы акционерно-ориентированной модели.

Модель с менеджерским направлением. В США в течение 30–60-х годов XX в. нормативная мысль всячески восхваляла достижения менеджеров крупных корпораций. Меррик Додд и Джон Кеннет Гелбрейт, например, были сторонниками этой позиции, к чему пришли также Берл и Минс на последних этапах своей академической деятельности¹¹³. В основе этой точки зрения лежало убеждение в том, что профессиональные корпоративные менеджеры могут выступать как не заинтересованные технократические фидуциары, способные вести бизнес так, чтобы он служил общему общественному интересу. Нам представляется, что литература по корпоративной социальной ответственности 50-х годов XX в. может рассматриваться как воплощение этой точки зрения¹¹⁴.

Нормативная привлекательность такой позиции находила свое объяснение в различных правовых достижениях в США 50–60-х годов XX в., когда проявлялась тенденция усиления дискреционных полномочий корпоративных менеджеров, например в правилах о представителях в корпоративной деятельности, принятых Комиссией США по ценным бумагам и обмену (КЦБО), а также Акте Вильямса (США). Однако крах конгломеративного движения в 70–80-х годах во многом способствовал отходу от менеджерской модели. Ныне мы приходим к выводу, что, если менеджерам даются слишком большие полномочия по управлению корпоративной инвестиционной политикой, то в большинстве случаев это заканчивается тем, что

¹¹³ См.: Adolph A. Berle. Corporate Powers as Powers in Trust // Harvard Law Review. – 1931. – №44. – P.1049; E.Merrick Dodd. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harvard Law Review. – 1932. – №45. – P.1145; Adolph Berle. For whom Corporate Managers are Trustees: A Note // Harvard Law Review. – 1932. – №45. – P.1365; Adolph A. Berle. Power without Property: a New Development in American Political Economy. – Boston, 1959. – P.107–110.

¹¹⁴ См.: Edward Mason. The Corporation in Modern Society. – N.Y., 1959.

они начинают служить собственным интересам. А если менеджерские корпорации начинают более эффективно отстаивать свои интересы, а не акционеров, то неэффективность операций и чрезмерные инвестиции в малоприбыльные проекты оказываются, на наш взгляд, весьма значительными.

Модель с трудовым направлением. В крупных компаниях четко проявляются проблемы трудового договора. Простые контракты и основные доктрины договорного права оказываются неадекватными сами по себе при управлении долгосрочными отношениями между работниками и компанией¹¹⁵.

Коллективные договора, заключаемые при посредстве организованных союзов, были одним из средств решения этой проблемы. Но такой подход, как мы считаем, лежал уже за пределами корпоративного права, устанавливая взаимоотношения работника с союзом, не зависящие от организационной структуры той компании, с которой договаривался работник. Другим подходом было прямое вовлечение работников в управление корпорацией, например посредством введения их представителей в совет директоров компании¹¹⁶. Так, серьезное внимание уделялось участию работников в корпоративном управлении в Германии времен Веймарской Республики. Юнионизм, как нам представляется, вообще был тогда доминирующим подходом к решению указанной проблемы. После Второй мировой войны серьезное экспериментирование с участием работников в корпоративном управлении происходит по всей Европе. Результаты этого эксперимента были наиболее заметны в Германии, где на основе законодательства, принятого первоначально (1951г.) для угольной и металлургической промышленности, он был поэтапно распространен на остальную часть германской индустрии, и в 1952–1976гг. работники могли избирать половину участников наблюдательного совета во всех

¹¹⁵ См.: Holmstrom B. and Tirole J. The Theory of the Firm / Schmalensee R. and Willig R.D. (eds.). Handbook of Industrial Organisation. – Vol. 1. – North-Holland, 1991. – P.306.

¹¹⁶ См.: Marleen A. O'Connor. Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers // N.C. L. Rev. – 1991. – №69. – P.1189.

крупных германских компаниях¹¹⁷. В то время как эта германская форма введения в состав правления директоров рабочих корпорации была наиболее глубоким экспериментом, несколько других европейских стран также экспериментировали с участием сотрудников в управлении корпорацией, но в более умеренных рамках, предусматривая определенную квоту обязательного представления работников в наблюдательных советах крупных корпораций.

Масштабы участия сотрудников в управлении корпорациями, как показывает нам анализ фактов, достигли высшей точки в 70-х годах XX в. с распространением опыта введения в состав правления директоров сотрудников корпораций и созданием условий для реализации Пятой директивы по Корпоративному праву Европейского Сообщества¹¹⁸, согласно которой введение в состав правления директоров сотрудников корпорации германского стиля распространилось по всей Европе. В тот период данный опыт оказался приемлемым и для США, так как противостоящий ему юнионизм начинает терять свою привлекательность как способ решения проблем с трудовым договором и фактически сходит с «промышленной сцены»¹¹⁹.

Однако затем метод привлечения работников к участию в корпоративном управлении постепенно теряет свою силу в качестве нормативного идеала. Пятая директива ЕС, между прочим, никогда не имела статуса законодательной нормы, и сейчас нам представляется, что участие сотрудников в управлении корпорацией никогда больше не вернется. Ныне усиливается мнение о том, что участие сотрудников путем голосования в делах корпорации, скорее всего, приведет к неэффективным решениям, парализации работы наблюдательных советов. Считается, что если рабочая сила в типичных фирмах слишком неоднородна, то в ее же интересах будет создать эффективный управляющий орган. Проблемы корпорации в значитель-

¹¹⁷ См.: David Millon. Default Rules, Wealth Distribution and Corporate Law Reform: Employment at Will versus Job Security // U. PA. L. Rev. – 1998. – №146. – P.975.

¹¹⁸ См.: Proposal for a Fifth Company Law Directive. – O.J., 1983. – P.C240–C242.

¹¹⁹ См.: Michael E. DeBow & Dwight R. Lee. Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation // Del. J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.393, 395.

ной мере увеличиваются, когда работники начинают делить управление с инвесторами, как, например, в германских компаниях. В общем, договорные отношения, при всех их недостатках, на наш взгляд, окажутся более эффективными (когда они дополнены необходимым рыночным регулированием), нежели участие работников в голосовании и другие механизмы коллективного характера, применяемые в решении конфликтов интересов между инвесторами и работниками¹²⁰.

Ныне и в самой Германии лишь немногие ученые выступают за участие работников в корпоративном управлении и в других структурах. Участие работников в управлении рассматривается в Германии лишь с позиций их адаптации к локальным интересам и обстоятельствам, либо даже более скромно – как эксперимент неопределенного значения, результаты которого сейчас будет политически трудно устранить¹²¹.

Государственно-направленная модель. Как до, так и после Второй мировой войны пользовалась широкой поддержкой идея такой корпоративной системы, в которой правительство играло бы прямую роль в делах крупных предпринимательских корпораций для обеспечения некоторой гарантии того, чтобы частные компании служили общественным интересам. Такой подход исходил из того, что технократические органы могли бы помочь правительству избежать недостатки рынка посредством прямого влияния на корпоративный сектор. Подобный подход наиболее интенсивно был реализован в послевоенной Франции и Японии¹²². В США был осуществлен незначительный эксперимент с таким подходом за пределами оборонной индустрии. Модель эта привлекла значительное внимание научных кругов. Пожалуй, наиболее яркое описание государственно-

¹²⁰ См.: Henry Hansmann. *Supra* note 2. – P.89–119; Henry Hansmann. *Worker Participation and Corporate Governance* // *University of Toronto Law Journal*. – 1993. – №43. – P.589–606; Henry Hansmann. *Probleme von Kollektiventscheidungen und Theorie der Firma. Folgerungen für die Arbeitnehmermitbestimmung* / Claus Ott and Hans-Bernd Schäfer, editors. – *Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts*, 1993. – P.287–305. On the weaknesses of German boards, see, e.g., Mark Roe. *German Securities Markets and German Codetermination* // *Columbia Business Law Review*. – 1998. – №98. – P.167.

¹²¹ См.: Michel Albert. *Capitalism vs. Capitalism*. – 1993. – P.169–190.

¹²² См.: William T. Allen. *Contracts and Communities in Corporation Law* // *Wash. & Lee L. Rev.* – 1993. – №50. – P.1395–1400.

направленной модели в англо-американском обществе было дано в книге Эндрю Шонфилда (1967) “Современный капитализм”¹²³. Автор восторженно описывал опыт французского и японского стилиа показательного планирования. Высокая производительность экономики Японии и ряда других азиатских стран с государственной моделью внушала значительное доверие к этой модели даже после кризиса 1980г.¹²⁴

Мы считаем, что основные инструменты государственного контроля над корпоративной деятельностью в целом лежат все же за пределами корпоративного права. Они включают в себя, например, значительную концентрацию прав правительственных органов в сфере распределения кредита, внешнего обмена, выдачи лицензий, исключения из правил антимонополии¹²⁵. Конечно, корпоративное право играло важную роль в ослаблении контроля акционеров над менеджерами корпорации. Для ограничения возможностей менеджеров действовать вопреки интересам государства используются предусмотренные государством уголовные санкции, с нашей точки зрения, более эффективные, нежели применяемые акционерами гражданско-правовые иски.

К настоящему времени, однако, государственно-направленная модель также потеряла всякую привлекательность. Одной из причин тому мы считаем отход от государственного социализма. Важными вехами в этом направлении стали осуществленное Ф.Миттераном ослабление масштабов государственной собственности во Франции в 80-х годах XX в. и неожиданное крушение коммунизма в 90-х годах. Относительно слабая эффективность японского корпоративного сектора после 1989г. вместе с недавним кризисом азиатских экономик, которые были организованы на базе государственно-корпоративных

¹²³ См.: Andrew Shonfield. *Modern Capitalism: the Changing Balance of Public and Private Power*. – Washington, 1967.

¹²⁴ См.: Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. *Lifetime Employment in Japan: Labor Peace and Corporate Governance*. *Corporate Governance Today*. – NY: Columbia Law School, 1998. – P.67.

¹²⁵ См.: Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. *Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization* / John M (ed.). *Olin Program in Law and Economics*. – 1993. – No. 97. – P.89.

начал, также дискредитируют эту модель¹²⁶. Поэтому сегодня, как нам представляется, лишь немногие осмелятся утверждать, что идея передачи государству основных прав в корпоративных делах имеет большую привлекательность.

Модели участников деятельности корпорации (stakeholder models). В течение 90-х годов XX в. литература по корпоративному управлению и корпоративному праву иногда выступала в защиту модели участников деятельности корпорации как нормативно привлекательной альтернативы акционерно-направленной модели. При этом участниками деятельности корпорации могли быть работники, кредиторы, клиенты и продавцы в локальной структуре компании¹²⁷. Но участники деятельности корпорации могут быть подвержены эксплуатации со стороны компании и ее акционеров, если корпоративные менеджеры будут подотчетны только акционерам. Поэтому мы полагаем, что корпоративное право должно гарантировать ответственность менеджеров и за интересы участников деятельности корпорации.

Анализ показывает, что модели участников деятельности корпорации, рассматривая одну проблему, предлагают два разных решения. Одна их группа опирается на фидуциарную модель корпорации, в которой совет директоров функционирует как нейтральный координатор вкладов и отдачи всех участников деятельности компании. В соответствии с этой моделью, участники и другие инвесторы не имеют прямого представительства в наблюдательном совете. Вместо этого им предоставляются льготы в виде определенных обязанностей или представления интересов акционеров в советах директоров. Таким образом, данная модель наделяет совет большей ответственностью для обеспечения интересов других участников корпорации.

Фидуциарная модель находит все большее признание в праве США в форме законов об участниках деятельности кор-

¹²⁶ См.: Kaen Fred R. A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value. – NY: Amacom, 2003. – P.985.

¹²⁷ См.: Michael Klausner. Institutional Shareholders' Split Personality on Corporate Governance: Active in Proxies, Passive in IPOs // Stanford Law and Economics Olin Working Paper. – No.225. – November 2001. – P.87.

пораций, которые позволяют советам директоров учитывать интересы участников более, чем других акционеров, при использовании правовых средств защиты от поглощений. Маргарет Блейр также утверждает о поддержке этой нормативной модели в других, более широких аспектах корпоративного права США¹²⁸. В Великобритании фидуциарная модель выступает ключевым элементом продолжающихся дебатов об обязанностях корпоративных директоров¹²⁹.

Вторая группа моделей участников деятельности корпорации акцентирует внимание представителей участников на деятельности фидуциарных директоров. Согласно этой представительской модели, участники деятельности корпорации назначают своих представителей в совет директоров, которые затем разрабатывают политику, направленную на максимизацию общего благосостояния участников деятельности с использованием договорных рычагов. В этом случае совет действует идеально, как своеобразный коллективный фидуциар, выступая ареной сотрудничества и решения конфликтных ситуаций с учетом определенных интересов различных групп участников деятельности корпорации¹³⁰.

Однако мы считаем, что ни фидуциарная, ни представительная модели участников деятельности не означают совершенно нового подхода в управлении корпорацией. Нам представляется, что, несмотря на новую риторику, с которой модель участников была представлена при обстоятельном ее теоретическом обосновании, в основе своей она все же была вариантом более старых моделей менеджерского направления и трудового направления. Модель участников деятельности фидуциарного типа по существу, на наш взгляд, являет собой лишь переформулировку модели с менеджерским направлением и

¹²⁸ См.: Margaret M. Blair & Lynn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // VA. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247.

¹²⁹ См.: Company Law Reform Steering Group. Modern Company Law for a Competitive Environment: The Strategic Framework. – March 1999. – P.39–46.

¹³⁰ См.: Reinhard H. Smith and Gerald Spindler. Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. A Comment on Bebchuk and Roe // The Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series. Finance and Accounting. – 1999. – No. 27. – P.14.

страдает теми же недостатками. Хотя по этим моделям менеджеры могут служить интересам некоторой категории участников деятельности корпорации, таких, как работники и кредиторы, все же мы полагаем, что собственный интерес менеджеров зачастую будет приводить к непропорциональности в принятии решений. С учетом реализации интересов таких групп, как акционеры, клиенты, новые работники и кредиторы, затраты будут, очевидно, перевешивать любую пользу, полученную участниками деятельности. Кроме того, суды в этих условиях, по всей видимости, не смогут формулировать и применять фидуциарные обязанности для гарантирования того, чтобы менеджеры действовали более эффективно и честно.

Модель участников представительного типа, в конечном итоге, очень напоминает нам модель трудового направления, хотя она предусматривала и учет интересов других участников деятельности. Мы считаем, что она имеет тот же недостаток, что и модель с трудовой направленностью. Включение любого вида участников деятельности в качестве представителей в совете директоров, пожалуй, скорее всего, обременит процесс корпоративного принятия решений рядом отрицательных последствий, что приведет к росту затрат, которые превысят любую пользу от представления их интересов в совете директоров.

Акционерно-направленная (или стандартная) модель. Следует подчеркнуть, что предоставление определенных привилегий в корпоративных делах менеджерам, служащим или государству отнюдь не означает отказа от единогласия по поводу того, что именно акционеры являются теми сторонами, кому менеджеры должны быть подотчетны.

Конечно, это не означает всеобщего согласия по поводу того, что корпорации должны управляться только в интересах акционеров¹³¹. Представляется, что все участники корпоративных организаций должны быть организованы и управляемы в целях достижения интересов общества в целом. Интересы акционеров не следует реализовать за счет интересов иных членов обще-

¹³¹ См.: Ronald J. Gilson. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function // Stanford Law & Economics. Olin Research Paper. – 2000. – No.192. – P.16; Columbia Law and Economics Working Paper. – May 2000.– No.174. – P.16.

ства. Вместе с тем высказываются мнения, что достижению целей роста социального благосостояния общества отвечает долг корпоративных менеджеров исходить из службы интересам акционеров¹³². Тем не менее, по нашему убеждению, тезис о первичности интересов акционеров в корпоративном праве не означает, что интересы участников корпоративной деятельности не должны быть защищены. Отсюда мы полагаем, что многие эффективные правовые механизмы по защите интересов участников – не акционеров, по крайней мере, всех участников, кроме кредиторов, – лежат за пределами корпоративного права. В отношении работников они включают наличие трудового договора, пенсионное право и административное право. Для потребителей это – безопасность продукции и антимонопольное право, а в целом для общества – экологическое право.

Мы считаем необходимым отметить, что кредиторы в определенной степени являются исключением. Существует всеобщее согласие по поводу того, что корпоративное право в определенной степени должно прямо регулировать некоторые аспекты отношений между коммерческой корпорацией и кредиторами. Наиболее важные примеры дают нам правила ограничения распределения дивидендов при наличии неадекватного капитала, а также "снятие корпоративной занавеси". Это результат сложности договорных отношений с кредиторами из-за ограниченной ответственности корпоративной формы управления.

Итак, на наш взгляд, акционерно-направленная модель означает больше, чем утверждение о первичности интересов акционеров. Она предусматривает интересы всех акционеров, включая и мелких. Более того, это центральный постулат в стандартной модели, определяющий право меньшинства, т.е. неконтролирующие акционеры должны получать сильную защиту от эксплуатации со стороны контролирующих акционеров. Следовательно, все акционеры в открытых корпорациях должны считаться имеющими равные права на корпоративные доходы и имущество.

Мы усматриваем две известные причины для такого подхо-

¹³² См.: Paul G. Mahoney. Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations // Working Paper. University of Virginia School of Law. – 1999. – P.46.

да, с учетом необходимости обеспечения эффективности этой защиты. Первое – это отсутствие надежной защиты действий неконтролирующих акционеров. А вторая причина – средства, с помощью которых контролирующие акционеры наделяют себя непропорциональной долей в корпоративной собственности и допускают неэффективные инвестиционные выборы и управленческую политику.

Следует учесть, что корпорации функционируют более эффективно тогда, когда право помогает обеспечить, в первую очередь, защиту интересов акционеров, особенно миноритариев. При этом модель первичности акционеров логически не привязана к любой собственнической структуре – концентрированной или распыленной. Например, в США и Великобритании имеется много больших компаний с распыленным владением¹³³, а также большое количество закрытых корпораций¹³⁴. Юрисдикция континентальной Европы направлена на создание крупных компаний с распыленным владением, и количество таких компаний, явно растет¹³⁵. Отсюда мы делаем вывод, что каждая юрисдикция должна иметь такую систему корпоративного права, которая адекватно охватывала бы весь спектр владельческих структур.

Акционерно-направленная модель возникла как нормативный консенсус не только ввиду падения альтернатив, но и благодаря важным экономическим достижениям, которые сделали эту модель широко известной¹³⁶. В последние годы популярность стандартной модели еще более возросла. Многие ученые и другие специалисты права, экономики, предпринимательства приводят убедительные доводы в подтверждение большей

¹³³ См.: Jones Thomas M. Corporate Governance: Who Controls the Large Corporation? // *Hastings Law Journal*. – 1979. – №30. – P.1261–1286.

¹³⁴ См.: Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not Depend on Public Pressure // *Business and Society Review/Innovation*. – 1973. – №6. – P.82–89.

¹³⁵ См.: Dierkes M. Corporate Social Reporting in Germany: Conceptual Developments and Practical Experience // *Accounting, Organizations and Society*. – 1979. – №4(1/2). – P.87–107.

¹³⁶ См.: Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // *Business Ethics: A European Review*. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.

эффективности именно этой модели¹³⁷.

Одна из причин этого, на наш взгляд, состоит в том, что интересы акционерных инвесторов в корпорациях не могут быть адекватно защищены посредством договора¹³⁸. Чтобы защитить свои интересы, им, безусловно, должно быть дано право контролировать компанию. Вторая причина заключается в том, что, если право контроля, полученное акционерами, является эксклюзивным и сильным, они будут иметь значительные стимулы для максимизации благосостояния своей компании¹³⁹. А третья причина кроется в том, что интересы других участников корпорации в общем могут быть адекватно защищены на основе договора и правового регулирования, так что максимизация благосостояния компании со стороны акционеров, как нам представляется, скорее отвечает интересам других участников, нежели конкурирует с ними¹⁴⁰.

Подобное мнение широко отражается в изученной нами современной литературе по корпоративному праву и финансам компании. А результатом является усиление акцента на экономическую основу акционерно-направленной модели корпоративного управления¹⁴¹. К тому же преимущества стандартной модели были подкреплены созданием сети корпоративных участников, включая международные правовые компании, большую пятерку бухгалтерских фирм, инвестиционные банки и консалтинговые фирмы, общие усилия которых оказывают сегодня активное влияние на распространение стандартной акционерной модели, ориентированной на корпоративное управление.

Вторым источником успеха стандартной модели корпоративного управления мы считаем экономическую эффективность тех

¹³⁷ См.: Hamil Sean. Corporate Community Involvement: A Case for Regulatory Reform // *Business Ethics: A European Review*. – 1999. – №8(1) (Jan.). – P.14–25.

¹³⁸ См.: Aghion P. and Bolton P. An 'Incomplete Contracts' approach to Financial Contracting // *Review of Economic Studies*. – 1992. – №59. – P.257–282.

¹³⁹ См.: Hill Charles W. L. and Thomas M. Jones. Stakeholder Agency Theory // *Management Studies*. – 1992. – №29(2). – P.131–154.

¹⁴⁰ См.: Burkart M., Gromb D. and Panunzi F. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm // *Quarterly Journal of Economics*. – 1997. – №112(3). – P.693–728.

¹⁴¹ См.: Demsetz H. and Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // *Political Economy Journal*. – 1985. – №93. – P.1155–1177.

юрисдикций, в которых она доминирует. В различных государствах, использующих разные модели, в последние годы мы четко просматриваем тенденции к утверждению стандартной модели как наиболее производительной. На ее основе развитые юрисдикции общего права явно дали более эффективные результаты по сравнению с главными восточноазиатскими и континентально-европейскими странами, в которых в меньшей степени применяется стандартная модель¹⁴². Основным показателем – высокая производительность американской экономики по сравнению с экономиками германской, японской и французской¹⁴³.

Конечно, могут утверждать, что удача акционерной модели является относительно небольшой и, возможно, окажется мимолетной, и высокое мнение о ней – тоже, соответственно, мимолетно. Более того, всего лишь пятнадцать лет назад многие думали, что японские и германские компании, которые отнюдь не были организованы на основе акционерной модели, выигрывали в конкурентной борьбе¹⁴⁴. Это обеспечивалось тем, что они применяли тогда эффективную модель корпоративного управления¹⁴⁵, но, скорее всего, надо полагать, – ошибочной интерпретацией природы конкуренции последних столетий. Очевидно, конкуренция в 60 – начале 80-х годов велась на самом деле между японскими государственно-направленными корпорациями, германскими компаниями с трудовым направлением и американскими корпорациями с менеджерским направлением. Однако до конца 80-х годов никто не говорил о распространении международной конкуренции со стороны акционерно-направленных компаний¹⁴⁶.

Растущая интернационализация как товарных, так и фи-

¹⁴² См.: Kang J. and Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan // *Journal of Financial Economics*. – 1995. – №38. – P.29–58.

¹⁴³ См.: Preston L.E., and Harry J. Sapienza. Stakeholder Management and Corporate Performance // *Behavioral Economics*. – 1990. – №19(4). – P.98–114.

¹⁴⁴ См.: Steadman Mark E. and Sharon H. Garrison. The Impact of Stakeholder Theory on the International Firm: A United States vs. Japanese Comparison // *International Journal of Management*. – 1993. – №10(3). – P.325–331.

¹⁴⁵ См.: Michael T. Jacobs. Short-term America: the Causes and Cures of our Business Myopia. – 1991. – P.137.

¹⁴⁶ См.: Jones Thomas M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics // *Academy of Management Review*. – 1995. – №20. – P.404–437.

нансовых рынков привела к прямой конкуренции компаний, приверженных различным моделям. И сейчас распространено мнение о преимуществах компаний, организованных на основе акционерно-направленной модели¹⁴⁷.

Предполагается, что компании, действующие на основе стандартной модели, могут иметь важные конкурентные преимущества¹⁴⁸. К этим преимуществам относятся: доступ к акционерному капиталу по более низкой цене (включая, очевидно, начальный капитал); более интенсивное развитие новых товарных рынков¹⁴⁹; более сильные стимулы к реорганизации на основе управленческо-эффективных моделей; быстрое исключение неэффективного инвестирования¹⁵⁰.

Но эти конкурентные преимущества, по нашему мнению, не всегда означают, что компании, управляемые на основе стандартной модели, заменят те, которые управляются по альтернативным моделям. Во-первых, компании, действующие по стандартной модели, могут оказываться не лучше других в нескольких аспектах. Например, государственно-направленные японские и корейские компании продемонстрировали большую эффективность в управлении и расширении стандартизованного производственного процесса¹⁵¹, тогда как германские и голландские компании, как, например, Даймлер Бенц и Филипс (действующие по трудовым и менеджерским моделям), были признаны новаторами в области инженерной мысли и техниче-

¹⁴⁷ См.: World's Most Respected Companies // Financial Times Web Site. – December 17, 1999.

¹⁴⁸ См.: Upchurch Randall S. A Conceptual Foundation for Ethical Decision Making: A Stakeholder Perspective in the Lodging Industry (U.S.A.) // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(12) (Sept.). – P.1349–1361.

¹⁴⁹ См.: Roman Frydman, Marek Hessel and Andrzej Rapaczynski. Why Ownership Matters? // Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe. – Working Paper. – April 1988.

¹⁵⁰ См.: Berman Shawn L., Andrew C. Wicks, Suresh Kotha and Thomas M. Jones. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. – 1999. – №42(5) (Oct.). – P.488–506.

¹⁵¹ См.: Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.

ских инноваций¹⁵².

Во-вторых, даже если компании, управляемые на основе стандартной модели, являются более эффективными, чем их нестандартные конкуренты, но, имея большие затраты, они, очевидно, могут быть вынуждены покинуть рынок по этой причине¹⁵³. Менее эффективные компании, организованные по альтернативным моделям, могут делать инвестиции из своего потенциала и при низкой отдаче от своих инвестиций в целом доминировать на товарном рынке путем снижения цен на свою продукцию, по сравнению с их прибыльными конкурентами¹⁵⁴.

Если конкурентные преимущества компаний, основанных на стандартной модели, не обязательно вытесняют на рынке своих конкурентов, действующих на иных началах, то все же представляется, что компании, функционирующие по стандартной модели, скорее добьются успеха по сравнению с начинающими компаниями на новых товарных рынках, в отраслях, которые находятся в процессе быстрого изменения¹⁵⁵.

Эффективность компаний, действующих по стандартной модели, увеличивается в растущих индустриях. Кроме того, их успех закрепляется путем доступа к ресурсам институциональных инвесторов и международных фондовых рынков, которые, очевидно, предпочитают акционерно-направленное управление и являются влиятельными сторонниками стандартной модели¹⁵⁶. Поэтому мы думаем, что со временем стандартная модель, скорее всего, выиграет в конкурентной борьбе со структурами, которые используют другие управленческие модели, на зрелых товарных рынках. В связи с ускорением технологиче-

¹⁵² См.: Brenner Steven N. and Cochran P.L. The Stakeholder Theory of the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research // International Association for Business and Society Proceedings. – 1991. – P.449–467.

¹⁵³ См.: Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not depend on Public Pressure // Business and Society Review/Innovation. – 1973. – No.6. – P.82–89.

¹⁵⁴ См.: Dierkes M. 1992: A New Challenge to the Social Role of Business // Atlantic Economic Journal. – 1992. – №18(3). – P.38–41.

¹⁵⁵ См.: Carroll Archie B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct // Business & Society. – 1999. – №38(3) (Sept.). – P.268–295.

¹⁵⁶ См.: Carroll Archie B. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. – 1991. – №34(4). – P.39–48.

ских изменений эти их конкурентные преимущества должны увеличиваться.

Немаловажным источником идеологических расхождений по вопросу об эффективности стандартной модели мы считаем фундаментальные преобразования структуры интересов в развивающихся странах. В центре этих преобразований находится формирование класса акционеров, представляющих интересы мощных групп, доминирующих как в корпоративных, так и в политических структурах¹⁵⁷.

Нам известны два основных аспекта преобразований. Первый предлагает быстрое распространение акций среди широких слоев общества, что порождает взаимосвязанные интересы менеджеров, работников и государства. Второе направление исходит из перемещения сил внутри расширяющегося класса акционеров в сторону меньшинства и неконтролирующих акционеров.

Диффузия акционерного владения. Акционерное владение везде становится все более распространяющимся¹⁵⁸ и теперь отнюдь не ограничивается незначительной группой богатых граждан.

В США эта диффузия акционерного владения происходит с начала XX в. и получила значительное ускорение в последние годы¹⁵⁹. Со времен Второй мировой войны все большее количество американских рабочих инвестировали свои сбережения в корпоративные акции через пенсионные фонды¹⁶⁰. В то же время индустрия взаимного фонда тоже расширялась очень быстро, становясь сферой вложения увеличивающейся доли непенсионных сбережений населения¹⁶¹. Этот феномен развивается также в Европе и Японии, а в определенной мере и в

¹⁵⁷ См.: Child James W. and Alexei M. Marcoux. Freeman and Evan: Stakeholder Theory in the Original Position // *Business Ethics Quarterly*. – 1999. – №9(2) (April). – P.207–224.

¹⁵⁸ См.: School Brief: Stocks in Trade // *The Economist*. – November 13, 1999. – P.85–86.

¹⁵⁹ См.: Coffey Betty S. and Jia Wang. Board Diversity and Managerial Control as Predictors of Corporate Social Performance // *Journal of Business Ethics*. – 1998. – №17(14) (Oct. II). – P.1595–1603.

¹⁶⁰ См.: Carroll Archie B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance // *Academy of Management Review*. – 1997. – №4. – P.497–505.

¹⁶¹ См.: Carolyn Kay Brancato. Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority in U.S. Publicly Held Corporations. – September 12, 1991. Unpublished study.

других местах, по мере развития там рынка ценных бумаг¹⁶².

Растущее благосостояние развитых обществ выступает главным фактором, лежащим в основе этих изменений¹⁶³. Теперь "чернорабочие" обретают уже достаточные личные сбережения для инвестирования их в акции. Рабочие через акционерное владение начинают разделять экономические интересы других акционеров. В США, например, объединенные пенсионные фонды стали довольно активными участниками наращивания корпоративного капитала, и представленные ими лица придают большое значение тому, чтобы управление компаниями осуществлялось в общих интересах¹⁶⁴.

Перемещение сил в сторону публичных акционеров. Как показывает пример с развитием объединенных пенсионных фондов, диффузия акционерного владения является лишь одним аспектом возникновения класса акционеров. Другим важным аспектом стало появление значительных институтов, интересы которых совпадают с интересами публичных акционеров, и они готовы представлять и защищать эти интересы. Такие институциональные инвесторы, как пенсионные фонды и взаимные фонды, наиболее известные в США, быстро развиваются и в других странах и активно включаются в корпоративную деятельность. Ассоциации мелких инвесторов в европейских странах служат другим наглядным примером¹⁶⁵. Эти учреждения активно выступают за интересы акционеров, причем прежде всего неконтролирующих публичных акционеров. А рост количества акций в их руках позволяет им повышать свою роль в решении корпоративных дел.

Новые акционерно-направленные учреждения сегодня все

¹⁶² См.: Save Amigo Save // The Economist. – 9 December 1995. – P.S15; A Private Affair // Latin Finance. – December 1998. – P.6; Stephen Fidler. Chiles Crusader for the Cause // Financial Times. – March 14, 1997.

¹⁶³ См.: Clarkson M.B.E. The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory // Business & Society. – 1994. – №33(1) (April). – P.82–131.

¹⁶⁴ См.: Stewart J. Schwarn and Randall S. Thomas. Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions / S. Estreicher (ed.). Employee Representation in the Emerging Workplace: Alternatives/Supplements to Collective Bargaining. – 1998. – P.164.

¹⁶⁵ См.: Ronald J. Gilson and Alan Schwartz. Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control // Theoretical Inquiries in Law. – 2001. – P.783–814.

активнее функционируют и на международном уровне. В результате их воздействие распространяется далеко за рамки их родных юрисдикций¹⁶⁶. Поэтому мы сейчас наблюдаем не только усиление позиций идей, выступающих в поддержку акционерно-направленной модели корпоративного права, но и организованные действующие силы, опирающиеся на эту идеологию и обретающие все более широкий международный характер их действий.

В США главным эффектом расширения и усиления класса акционеров стало перемещение центра тяжести групп интересов в сторону акционеров от менеджеров¹⁶⁷. А в Европе и Японии более важным эффектом было перемещение доминанты интересов от работников и государства к акционерам¹⁶⁸.

В Узбекистане ярко проявляется государственная модель корпоративного права, что можно объяснить переходным характером нашей экономики от бывшего социалистического режима, основанного на централизованном планировании, которое осуществлялось со стороны государства до начала 90-х годов XXв. Затем наше государство начало переходить к рыночной экономике, что в то время неизбежно требовало передачи производственных предприятий в руки частных лиц, причем наиболее крупные объекты приватизировались посредством акционирования. С другой стороны, крупные частные АО не успели в РУз сразу сформироваться надлежащим образом, что требует значительного времени, а также доверия инвесторов, чего изначально не успели завоевать обе юрисдикции.

В Узбекистане ныне мы можем отметить явную государственную направленность акционерного права. Это проявляется в активном государственном вмешательстве в обычно более частные для акционерных обществ вопросы, а также в управлении акционерных обществ с государственной долей, что яв-

¹⁶⁶ См.: Greg Steinmetz and Michael R. Sesit. Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World // Wall Street Journal. – 1999. – №4 (August). – P.A1–A8.

¹⁶⁷ См.: Goodpaster Kenneth E. Business Ethics and Stakeholder Analysis // Business Ethics Quarterly. – 1991. – №1(1). – P.53–72.

¹⁶⁸ См.: Haig Simonian. Germany to Abolish Tax of Disposal of Cross-holdings // Financial Times. – December 24, 1999. – P.1; Paul Abrahams and Gillian Tett. The Circle is Broken // Financial Times. – November 9, 1999. – P.18.

ляется результатом приватизации государственных предприятий страны.

Чрезмерное присутствие государственной доли в структуре и активах предприятий многих отраслей, на наш взгляд, приводит к излишней зарегулированности управления, абсолютно ненужного, а зачастую вредного вмешательства управленческих структур в хозяйственную деятельность предприятий.

Здесь можно, в частности, привести следующий характерный пример. Осенью 2002г. ОАО ОТПФ "O'machta'minot" обратилось в Ташкентский городской хозяйственный суд с иском о признании недействительными приказы Госкомимущества (ГКИ) РУз об очередном увеличении уставного фонда этого ОАО (с государственной долей в его уставном фонде в размере 25%) на сумму дивидендов по государственной доле акций, начисленных по итогам деятельности ОАО за 2001г. Дело было рассмотрено указанным судом в открытом судебном заседании 31.10.2002г. При этом выяснилось, что это ОАО, созданное в 1994г., за последующие годы вынуждено было по приказам ГКИ РУз 4 раза устанавливать и пересматривать свой уставный фонд. Так, приказом ГКИ от 11.03.1996г. уставный фонд данного ОАО был определен в размере 5589 тыс. сум., приказом ГКИ от 25.08.1998г. он был увеличен до 12389 тыс. сум., приказом от 20.08.2001г. – до 13870,4 тыс. сум., а приказом от 16.09.2002г. – до 57879,7 тыс. сум. При этом государственная доля в уставном фонде неизменно оставалась на уровне 25%, но доля трудового коллектива уменьшилась с 26% в 1998г. до 0,95% акций в 2002г., зато доля их, реализуемая по приказам ГКИ в порядке свободной продажи, тем временем выросла с 49% в 1998г. до 73,05% в 2002г.

Суд, рассмотрев все обстоятельства дела, иск ОАО удовлетворил, признав действия ГКИ в данном случае необоснованными, а потому его очередной приказ – недействительным¹⁶⁹.

Зачастую, аккумулируя в своих руках государственные доли и пакеты акций, руководители компаний, корпораций, ассоциаций и им подобных хозяйствующих объединений, используя

¹⁶⁹ Из текущего архива Ташкентского городского хозяйственного суда за 2002г.

старые административно-командные методы управления, по нашему мнению, искусственно тормозят процессы приватизации, ограничивают экономическую свободу предприятий, не дают развиваться инициативе и предприимчивости, углублению процессов либерализации экономики.

Мы считаем, что с этим необходимо детально разобраться. Следует определить четкие критерии, по которым целесообразно сохранить присутствие государства в активах предприятий и хозяйственных объединений. В акционерных обществах, которые не являются стратегическими, нет смысла сохранять государственную долю. Ее нужно самым решительным образом реализовывать на фондовом рынке, в том числе потенциальным иностранным инвесторам¹⁷⁰.

По состоянию на 01.01.2004г. в Республике Узбекистан зарегистрировано 4116 АО¹⁷¹. Из них к февралю 2003 г. в РУз насчитывалось 1282 приватизированных объектов, перешедших в руки АО, в которых государственная доля составляет свыше 25%¹⁷². Таким образом, в 1/3 части акционерных обществ в Республике Узбекистан сохраняется значительная государственная доля.

В Постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию управления государственной собственностью" указывается, что "в целях углубления процессов приватизации, повышения эффективности управления государственными активами и долями акций в акционерных обществах, оказания приватизированным предприятиям адресной и целенаправленной поддержки" в акционерных обществах с государственной долей "передача пакетов ак-

¹⁷⁰ Каримов И.А. Жить заботами и интересами людей – основной критерий нашей деятельности: Доклад на заседании Кабинета Министров о ходе реализации установленных приоритетов и заданий по развитию экономики Узбекистана за первое полугодие 2002г. от 18.07.2002г. // Народное слово. 19.07.2002.

¹⁷¹ См.: Информационно-аналитический бюллетень (ИАБ) за 2003г. Госкомимущества РУз "Приватизация и развитие частного сектора экономики". – Т., 2004. – С.10.

¹⁷² Перечень предприятий, в уставном фонде которых сохраняется от 25 до 51 процента акций (долей) в собственности государства. Приложение N 3 и Приложение N 4 к Постановлению КМ РУз от 17.04.2003г. N 185 (с изменениями от 18.02.2004г. N 76) // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

ций, принадлежащих государству, в доверительное управление осуществляется Госкомимуществом Республики Узбекистан"¹⁷³.

В результате в акционерных обществах с государственной долей свыше 25% интересы государства представляет государственный поверенный¹⁷⁴ или доверительный управляющий. Доверительный управляющий государственным пакетом акций АО по должности является членом наблюдательного совета акционерного общества и не подлежит избранию (переизбранию) общим собранием акционеров¹⁷⁵.

К настоящему времени роль государственного поверенного в РУз намного ослабла, и в 2003 г. был отменен порядок, при котором решение наблюдательного совета не могло быть принято без согласия доверительного управляющего пакетом акций, принадлежащим государству или государственного поверенного, и государственный поверенный был вправе приостановить исполнение решения общего собрания акционеров¹⁷⁶. Но все же ряд полномочий государственного поверенного в АО стоят рассмотрения. К некоторым обязанностям доверительного управляющего относятся:

- представлять интересы государства, являющегося выгодоприобретателем по договору доверительного управления акционерным обществом;
- способствовать расширению ассортимента и улучшению качества продукции;
- принимать меры к привлечению инвестиций для реконструкции и технического перевооружения производства на основе современного технологического оборудования и технологий для обеспечения выпуска конкурентоспособной продукции¹⁷⁷.

¹⁷³ См.: там же. П.1.

¹⁷⁴ Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию управления государственной собственностью" от 05.07.2000г. N 257 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

¹⁷⁵ Приложение N 5 к Постановлению КМ РУз от 22.08.1998г. N 361 "Порядок передачи в доверительное управление государственных пакетов акций" // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

¹⁷⁶ Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана" от 24.01.2003г. N УП-3202 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

¹⁷⁷ См. там же.

Однако, как указывается в ст. 86 Закона РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", "руководство текущей деятельностью общества может осуществляться единоличным исполнительным органом (директором) или коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией)". При этом, согласно ст. 81 Закона, "наблюдательный совет общества осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных настоящим Законом к исключительной компетенции общего собрания акционеров". Это означает, что руководство хозяйственной деятельностью не относится к компетенции наблюдательного совета. Как правило, такие вопросы, как ассортимент и качество продукции, а также меры по привлечению инвестиций для реконструкции и технического перевооружения производства и т.п., относятся к аспектам хозяйственной деятельности, и ни общее собрание акционеров, ни наблюдательный совет не могут решать эти вопросы. Отсюда видны нарушения как норм самого Закона, так и принципиальных основ сущности акционерных обществ.

Далее, согласно законодательству РУз, государственный поверенный имеет право получать финансово-экономическую и иную информацию о деятельности акционерного общества, включая информацию, составляющую коммерческую тайну предприятия¹⁷⁸. На наш взгляд, это является другим нарушением стандартной модели акционерного права. В классическом варианте акционерного права, как указывалось, владение отделено от управления, что, конечно, отразилось и в Законе РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров"¹⁷⁹. Согласно ст. 105 этого Закона, "общество обязано вести бухгалтерский учет и предоставлять финансовую отчетность в порядке, установленном законодательством". Согласно ст. 107 Закона, общество обеспечивает акционерам доступ к документам,

¹⁷⁸ П. 8 Положения "О государственных поверенных в акционерных обществах". Приложение N 2 к Постановлению КМ РУз "О мерах по совершенствованию корпоративного управления приватизированными предприятиями" от 19.04.2003г. N 189 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

¹⁷⁹ Закон РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" от 26.04.1996г. N 223-I // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

предусмотренным ч. 1 ст. 106 этого Закона (устав общества, проспект эмиссии акций, протоколы общих собраний акционеров и др.), за исключением документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа общества". Таким образом, документы бухгалтерского учета и протоколы заседаний коллегиального исполнительного органа общества могут содержать коммерческую тайну, и именно поэтому мы считаем, что они не должны быть доступны акционерам, так как это соответственно может повредить конкурентоспособности АО.

Однако государство в Узбекистане отнеслось очень протекционно к своим интересам, имея доступ даже к коммерческой тайне. Это, на наш взгляд, имеет два негативных аспекта. Во-первых, нарушается принцип равного отношения ко всем акционерам, который закреплен в принципах OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development)¹⁸⁰, и выступления государства в качестве равного субъекта гражданско-правовых отношений. Конечно, государство в данном случае назначает поверенного, исходя из заключения, что 25% является долей очень крупной, что, в свою очередь, означает риск потери имущества в крупном размере. Однако следует также учесть, что владение пакетом свыше 25% означает, что общество является зависимым¹⁸¹, и государство уже имеет широкие управленческие возможности, не назначая поверенного, а просто участвуя на общем собрании акционеров наряду с другими акционерами. Таким образом, государство в РУз обладает не только широкими управленческими возможностями по причине его крупного владения, но и имеет по законодательству РУз полномочия членства в наблюдательном совете АО, а также участия в текущей хозяйственной деятельности АО, что означает почти неограниченную власть государства в деятельности АО с 25% государственной долей. Соответственно, при этом, несмотря на приватизацию основной доли государства, цель приватизации – создание и развитие частного сектора и, следова-

¹⁸⁰ OECD Principles of Corporate Governance. Organization for Economic Cooperation and Development. – 2004.

¹⁸¹ Ч.6 ст.9 Закона РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров".

тельно, частнособственнических отношений, фактически остается недостигнутой, чем, на наш взгляд, можно объяснить малую производительность приватизированных предприятий с крупной государственной долей, а также незначительность корпоративных исков частных акционеров в этих приватизированных предприятиях РУз.

Но, разумеется, сказанное отнюдь не умаляет значимости внимания государственных органов к состоянию дел в корпоративном строительстве, выявления и устранения ими многочисленных недостатков в деятельности разных корпораций. Например, при проверке деятельности участников рынка ценных бумаг в целом по Узбекистану только за 2002–2003гг. было выявлено более 9 тыс. разного рода нарушений действующих законов РУз, особенно в Бухарской, Самаркандской, Кашкадарьинской и Наманганской областях¹⁸².

Не изжиты факты либеральных подходов, допускаемых в оценке деятельности руководителей многих исполнительных органов акционерных компаний. Как можно расценить тот факт, что из 379 акционерных обществ, которые закончили 2002 год со значительным снижением прибыли, в 345, или 91 процент, руководители исполнительного органа остались на своих прежних должностях. Более того, 28 акционерных обществ предыдущий год закончили с убытками и, несмотря на это, в 26 из них исполнительные директора были переизбраны на следующий год. В этих фактах проявляется в первую очередь явное упущение, беззубость и беспринципность со стороны руководителей Госкомимущества и соответствующих комплексов Кабинета Министров¹⁸³.

Как правильно отметил Президент Республики Узбекистан И.А.Каримов, "в сложившемся положении дел большая вина и доверительных управляющих, и государственных поверенных, и самого Госкомимущества. Нам не удалось внедрить подлин-

¹⁸² Приватизация и развитие частного сектора экономики // Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз. – Т., 2003. – Приложения 7, 8.

¹⁸³ См.: Каримов И.А. Об итогах развития экономики и социальной сферы за первое полугодие 2003 года и реализации мер по важнейшим приоритетным направлениям реформ в этих сферах: Доклад на заседании Кабинета Министров 18.07.2003г. // Народное слово. 19.07.2003.

но корпоративные формы управления в акционерных обществах. Методы работы доверительных управляющих ничем не отличаются от методов, основанных на административно-командных принципах. На сегодняшний день доверительные управляющие стали лишь очередным звеном бюрократической системы"¹⁸⁴.

Во-вторых, все АО в РУз через государственных поверенных управляются Госкомимуществом Республики Узбекистан. Это означает, что центром накопления информации о всей промышленности с государственным участием в РУз является Госкомимущество РУз¹⁸⁵, что, в свою очередь, может привести к использованию информации одного АО в пользу другого, а в результате – к конфликту интересов, что уже является следствием нарушения принципа равного отношения к акционерам.

ВЫВОДЫ

Как показано в работе, сущность корпорации как юридического субъекта была и остается спорной в правовой и экономической науке. Временами выдвигался такой аргумент, что корпорация является субъектом, отдельным от своих участников, и при этом разногласия возникали по поводу того, каким же именно субъектом является корпорация. Недавно возникли дебаты на основе агрегативных теорий корпоративной личности, с отказом от понимания корпорации как реального лица. Но все же, по нашему мнению, остается еще много спорных вопросов, в частности – является ли корпорация действительно отдельным существом или только агрегацией либо объединением. Не ясно и то, каковы должны быть атрибуты для признания корпорации лицом. Пока что существует единое мнение лишь по поводу того, как понимать взаимоотношения между физическими лицами, объединившимися в корпорацию. Следовательно, рас-

¹⁸⁴ См.: Каримов И.А. Наши дети должны быть лучше, умнее, мудрее и, конечно, счастливее нас!: Выступление на совещании с хокимами областей, городов и районов 23.12.1998г. // Народное слово. 24.12.1998.

¹⁸⁵ П.п. 15, 16 Положения "О государственных поверенных в акционерных обществах".

смаатриваемые проблемы, с нашей точки зрения, требуют еще дальнейшего глубокого изучения с учетом всех pro и contra.

На наш взгляд, данная проблема, вернее комплекс проблем, требует глубокого и всестороннего изучения с учетом достижений мировой правовой науки, отечественного и зарубежного законодательного определения статуса корпораций и акционеров и практики его реализации, особенно в экономике наиболее развитых стран. При этом мы считаем необходимым принимать во внимание следующее:

1. Нельзя ограничиваться рассмотрением корпорации просто как "юридической фикции". Корпорации реально существуют в мире и активно участвуют не только в сфере бизнеса, но и в решении очень важных социально-экономических проблем, в том числе в становлении класса собственников (особенно их среднего слоя), в удовлетворении запросов общества в разного рода материальных и интеллектуальных ценностях, в решении острых проблем занятости трудовых резервов и т.д.

2. Мы считаем нужным подчеркнуть, что корпорации – это реально существующие юридические лица, которые, как и физические лица, участвуют на соответствующей правовой базе в бизнесе и вообще в рыночных, товарно-денежных отношениях, а потому требуются четкое определение их правового статуса (прав и обязанностей) и обеспечение надлежащей правовой защиты, что отнюдь нельзя противопоставлять правам создающих эти организации акционеров и их защите.

3. Максимизация прибыли, разумеется, есть главная цель тех лиц, которые формируют корпорации (акционеров), а также иных участников корпоративной деятельности (директора, менеджеры, инвесторы, работники АО и др.). Но мы убеждены, что такая цель не может, не должна в подлинно правовом государстве и зрелом гражданском обществе оправдывать любые средства ее достижения. Надо создать и активно применять соответствующие юридические заслоны для любых правонарушений и злоупотреблений всех групп участников корпораций, будь то акционеры, директора, менеджеры и т.п. Они обязаны действовать только в рамках законов, своих прав и полномочий, которые следует четко фиксировать в уставах и иных документах уже при создании каждой корпорации.

И, конечно же, на наш взгляд, должен быть создан эффек-

тивно действующий механизм контроля за соблюдением этих норм законов, уставов и др. как внутри корпораций, так и извне, с непременным обеспечением надлежащей защиты прав и законных интересов всех участников корпоративной деятельности.

4. Акционеры, безусловно, имеют право на свою собственность, вложенные ими средства, но это не должно противоречить несомненному наличию прав собственности корпорации в целом. Здесь явно проявляются общие законы соотношения целого как системы и его структурообразующих элементов. Надо учитывать то, что любые субъекты, вступая в разного рода лиги, союзы, сообщества, должны диалектически сочетать свои права, интересы и обязанности с правами, интересами и обязанностями созданных ими объединений – юридических лиц. При этом непреложным фактом является то, что при любом добровольном объединении людей каждый из них *volens-polens* поступает какой-то частью своих прав (это происходит даже в браке, семье), т.е. обязательно учитывает (раз это объединение – добровольное) права и интересы других участников этих отношений. Любое сообщество существует лишь потому, что ему делегируется определенная часть прав лиц (физических или юридических), его образовавших. А это значит, что акционеры наделяют определенным кругом специфических прав (и обязанностей) директоров, менеджеров и иных участников корпоративной деятельности. Но это, разумеется, не значит, что последние вправе действовать в ущерб интересам акционеров, их нацеленности на получение максимума прибылей от своих вложений в АО.

Представляется, что злоупотребления, корыстные деяния директоров, менеджеров, инсайдеров должны быть строго наказуемы, в том числе нормами не только гражданского, административного, но и уголовного права.

При этом очень важно твердо помнить, что, в конечном счете, создателями и собственниками акционерных обществ все-таки являются, несмотря ни на какие доводы, – акционеры. Корпорация безусловно принадлежит им (со всеми ее имуществом, целями, правами и т.п.), и их статус нельзя сводить и положению простых инвесторов. Иначе их участие в создании и деятельности корпорации теряет всякий смысл.

5. Корпорации создаются и действуют на базе соответству-

ющих государством институированных норм законов и подзаконных актов и в этом смысле несомненно зависят от воли государства. И роль государственного регулирования в этом деле очень велика, о чем говорит весь международный опыт конструирования корпораций. В Узбекистане до обретения независимости никаких корпораций не было. И плюрализм форм собственности и, соответственно, создание всяких корпораций появились на постсоветском пространстве лишь благодаря принятию новой Конституции и многих законодательных и подзаконных актов, т.е. они санкционированы государством, и регулируются их создание, статус, деятельность государственными актами. Так что корпорации, безусловно, свободны осуществлять всю свою деятельность сами, но строго в рамках закона, т.е. их свобода относительна, и говорить о какой-то абсолютной независимости корпораций от государства просто бессмысленно. Не надо путать волю государства с произволом отдельных его органов или их чиновников. Их попытки нарушать права и законные интересы корпораций и их участников – незаконны.

б. С нашей точки зрения, не имеют под собой реальной объективной базы и утверждения о том, что корпорации в принципе не имеют никаких социально направленных целей, не зависят от общества в целом и потому не должны решать никаких социальных задач – это, мол, дело государства, его органов соцобеспечения, общественных организаций и т.п. Жить в обществе и быть свободным от общества нельзя! Корпорации на деле решают многие социальные проблемы (рост материальной обеспеченности граждан; забота об экономической безопасности; социальная помощь работникам корпораций; решение проблем трудоузанятости населения и т.п.). Зарубежные корпорации через всякие фонды занимаются спонсорством, меценатством, выделяют средства на гуманитарную помощь, на нужды молодежи, слабообеспеченных слоев, на детские и медицинские учреждения, на развитие спорта, науки, культуры и т.п. И эта их добровольная деятельность стимулируется государством (скажем, путем льготного налогообложения) и высоко оценивается обществом. Но делается все это ими добровольно и в соответствии с их реальными материально-финансовыми возможностями, и главная задача корпораций – умножение доходов акционеров и др. – отнюдь не противостоит

исполнению ими своего общественного долга, т.е. решению социальных проблем.

7. Исходя из всего сказанного, мы полагаем, что с учетом всех позитивных моментов в разных концепциях понятия "корпорация", нашим специалистам – юристам, экономистам – надо совместными усилиями выработать наиболее адекватную сути и задачам корпораций точку зрения по поводу сущности этих юридических субъектов корпоративных организаций, их правового статуса, принципов деятельности и внутрикорпоративных отношений, а также отношений с иными социальными феноменами, государством и обществом в целом.

Проведенный в работе анализ концепций (моделей) правового статуса акционеров показал нам, что каждая концепция имеет и свои положительные стороны, и определенные недостатки.

Так, агентская теория и концепция естественных прав собственности исходят из понимания акционеров как собственников имущества корпорации, а потому роль акционеров предопределяется именно этим статусом. Конечно, подобная концепция представляется убедительной. К примеру, она дает обоснование принципу фидуциарной ответственности, который эффективно работал в англо-американской системе, а также существующим актуальным проблемам взаимоотношений между акционерами и управляющими. Данная теория предоставляет удобный механизм для эффективной реализации корпоративным правом интересов акционеров. Однако мы считаем, что возникают трудности их правового закрепления, учитывая, что ныне оптимальным правовым механизмом обеспечения функционирования корпораций как субъектов является закрепление за ними права собственности на обособленное имущество.

Управленческая теория представляется нам наиболее утопической. Конечно, менеджеры могут получать удовлетворение и удовольствие от своей удачной производительной деятельности и социального статуса, но подобная концепция, надо полагать, может стать положительной для корпорации и акционеров в долгосрочном плане. Однако нельзя рассчитывать лишь на то, что все менеджеры будут на деле преследовать такие позитивные цели, как удовлетворение и удовольствие от их удачной деятельности и высокого социального статуса. Как показывает нам мировая практика, например крушение таких

крупных корпораций, как WorldCom, Enron и др., а также учитывая ныне существующую значительную свободу рук корпоративных менеджеров и практически пассивность массы мелких акционеров, подобная концепция на деле себя не оправдывает.

Мы считаем, что концепция участников деятельности корпорации также имеет свои плюсы и минусы. Конечно, корпорация должна нести социальную ответственность, иначе это противоречило бы главному принципу права – “не осуществлять свои права за счет прав других” и вообще принципу социальной ответственности всех членов общества. Однако, на наш взгляд, эта теория также в определенной мере утопична, поскольку она преследует во многом абстрактные цели. С другой стороны, эта концепция не учитывает специфику статуса акционеров в отличие от других участников деятельности корпорации. Здесь, по нашему мнению, упускается из виду тот главный факт, что корпорация создается и существует именно благодаря поступлению имущества и денежных средств от акционеров, рассчитывающих на получение прибылей. При этом, однако, корпорация расплачивается по своим обязательствам и перед другими членами общества. К примеру, если корпорация берет кредит, то он обеспечивается ее уставным фондом, который формируется за счет продажи акций, т.е. приобретения их акционерами. Если корпорация увольняет работника, то компенсационная плата опять-таки сказывается на цене и прибыльности акций. Всякая материальная ответственность корпорации, в том числе в случае ее банкротства, тоже, в конечном счете, реализуется за счет вкладов акционеров. Так что главная задача акционерного общества – и в этом мы твердо убеждены – состоит прежде всего в обеспечении прав акционеров и удовлетворении их интереса – получения прибыли от своих вложений в данную корпорацию.

На наш взгляд, решение сложнейших проблем определения реального статуса акционеров и других участников корпоративной деятельности требует прежде всего глубокого и всестороннего теоретического анализа, изучения законодательного регулирования этих вопросов в экономически развитых странах мира, имеющих концепций ученых-юристов и экономистов, а также практики корпоративного строительства в Узбекистане и за рубежом.

При этом представляется необходимым учесть следующее:

1. Корпорация являет собой сложный организм, в функционировании которого участвуют акционеры, управленческий аппарат и др., причем их деятельность тесно связана не только внутри корпорации, но и вовне – с инвесторами, кредиторами, поставщиками и проч. Каждый из них имеет свои права и интересы, которые надо объективно учитывать, правильно соотносить и приводить к "общему знаменателю", памятуя о том, что корпорация есть самостоятельное юридическое лицо со своим статусом, целями и задачами, отнюдь не адекватными во всех отношениях с положением участвующих в ее деятельности физических лиц и групп этих лиц (крупные акционеры и миноритарии, директора и менеджеры и т.д.). Здесь также надо учитывать сложную диалектику взаимоотношений общего, частного и особенного, целостной системы и ее структурообразующих элементов, которые, безусловно, тесно взаимосвязаны, но это не аннулирует их специфики, индивидуальные права и интересы физических лиц. Таким образом, и они являются объективно реальными, и корпорация вовсе не есть некая "пустая скорлупа". Иначе бы законы разных стран не определяли статус корпораций как реально существующих юридических лиц с определенной организационной структурой, правами и обязанностями.

2. Акционеры, создавшие корпорацию, есть, несомненно, собственники ее имущества, но управление корпорацией – дело очень сложное, требующее надлежащего опыта, знаний и т.п. Поэтому оно требует привлечения профессионалов – директоров, менеджеров, и др. Они должны действовать с максимумом активности, инициативы и непременно – при наделении их соответствующими правами и полномочиями. Вот почему акционеры (тем более крупных корпораций, со множеством участников) привлекают (в том числе со стороны) профессионалов корпоративной, производственной, финансовой, рыночной деятельности, формируя из них на выборной, контрактной основе совет директоров (наблюдательный совет), орган управления (менеджмент) и др. И при этом последние, соответственно контрактам, уставу АО и другим документам, предусмотренным законом, наделяются акционерами определенными правами и полномочиями. Это значит, что акционеры в интересах успеш-

ной деятельности корпораций, т.е. в своих же кровных интересах, делегируют работникам этого управляющего аппарата (директорам, менеджерам и др.) часть своих прав, без чего те просто не смогут исполнять свои обязанности. Их права – производные от прав акционеров. К тому же и собственность корпорации, хотя и создается вкладами акционеров, но носит уже объективно общий, корпоративный (коллективный) характер, а потому непременно в какой-то мере отчужденный от собственника – акционера: раз все они действуют сообща, то и собственность корпорации (такова уж диалектика!) одновременно и принадлежит, и не принадлежит каждому из акционеров. Распоряжаться ею акционеры могут лишь сообща. А поскольку управленческий аппарат получил от акционеров определенную часть их прав и надлежащие полномочия, то директора, менеджмент вправе распоряжаться, оперировать имуществом и средствами АО. Отсюда и возникает цепочка прав собственности: владение – управление – распоряжение.

2. Как мы уже говорили, каждый из участников корпоративной деятельности имеет не только свои права, но и свои собственные интересы, конечная цель которых – умножение своих доходов. И эти интересы, *de sui generis*, у каждого человека – свои. Это вполне естественно. Но отсюда – и множество корпоративных конфликтов, и возможность различных злоупотреблений со стороны директоров, менеджеров, инсайдеров, бухгалтеров и т.п. Практике разных стран известно огромное множество конкретных примеров, когда представители управленческого аппарата используют свое положение для личных корыстных целей, действуя в ущерб интересам акционеров и АО в целом, т.е. нарушая свои фидуциарные обязанности как фактических агентов акционеров, призванных по контракту действовать в их интересах, в целях максимизации их доходов и благополучия корпорации в целом.

3. Из сказанного вытекает необходимость дальнейшего совершенствования корпоративного права, соответствующего законодательства, четкого определения прав, полномочий и обязанностей работников управленческого аппарата корпораций, норм, обеспечивающих максимум прозрачности деятельности и всех документов (отчетов, договоров и проч.) корпорации, установления эффективного контроля над функционированием

управленческого аппарата, повышения действенности общих собраний акционеров, их ревизионных комиссий, аудита, мониторинга деятельности АО.

И, конечно же, очень важно предусмотреть весьма внушительные санкции к работникам управленческого аппарата за их злоупотребления, в том числе с применением мер уголовного наказания, требования неопременного личного возмещения каждым виновным того ущерба, который он нанес АО и его акционерам. Нельзя ограничиваться заменой одного менеджера или директора другим. Надо, чтобы они реально возмещали нанесенный их корыстными действиями ущерб. Тут свою роль обязаны сыграть и прокуратура, и суд.

4. Безусловной защиты требуют также права и законные интересы всех работников АО – служащих, инженеров, рабочих и др. Корпорация обязана заботиться об этом не только согласно законам (о труде и т.д.), но и в интересах самой корпорации, ее акционеров, чьи доходы во многом зависят от трудовой активности всех занятых на объектах корпорации (в производстве, торговле, транспорте и т.п.) лиц.

5. Из всего сказанного очевидно, какие ответственные и нелегкие задачи стоят перед теоретиками корпоративного дела, учеными: юристами, экономистами, социологами и др. – по разработке актуальных проблем создания самого благоприятного правового климата в деятельности АО в интересах наиболее полного обеспечения ее успешности и удовлетворения интересов каждого акционера, прежде всего в максимизации его доходов.

В работе нами была сделана попытка раскрыть источники сближения взглядов на стандартную модель корпоративного управления. Нашим главным аргументом является то, что ни одна из конкурирующих альтернативных моделей корпоративного управления не оказывается столь же эффективной, как стандартная акционерно-направленная модель.

Очевидно, что под влиянием рассмотренных выше изменений как идеологического характера, так и интересов, корпоративное управление стало объектом особого внимания и в США, и в Европе, и в Японии. Корпоративные участники сами имплементируют структурные изменения, нацеленные на приближение компаний к стандартной модели. На практике в США эти из-

менения означают включение большего количества независимых директоров в совет директоров¹⁸⁶, уменьшение состава совета в целом, развитие таких мощных институтов, как аудит, комитеты компенсации и др. В Европе и Японии происходят почти аналогичные изменения, хотя и более медленные. Примерами является популяризация новых принципов корпоративного управления со стороны OECD, недавние решения японских фирм о сокращении размеров советов директоров и о включении в них неисполнительных директоров (первым был SONY)¹⁸⁷, быстрая диффузия планов компенсации акционерного опциона для высших менеджеров в Великобритании и главных предпринимательских юрисдикций в континентальной Европе.

Для развития корпоративного права в Узбекистане мы также рекомендовали бы придерживаться стандартной модели корпоративного права, которая доказала себя как наиболее отвечающая социально-экономическим потребностям общества. При этом следует пересмотреть, с творческим учетом зарубежного опыта, существующие нормативно-правовые акты Республики Узбекистан в целях исключения неправомерного вмешательства государства в корпоративные интересы, которое явно тормозит развитие стандартной модели, т.е. рост эффективности корпоративного строительства и, следовательно, повышение его роли в развитии экономики страны и успешном утверждении в ней рыночных отношений.

¹⁸⁶ См.: Gioia Dennis A. Response: Practicability, Paradigms, and Problems in Stakeholder Theorizing // *Academy of Management Review*. – 1999. – №24(2) (April). – P.228–232.

¹⁸⁷ См.: Earley P. Christopher and Elaine Mosakowski. Creating Hybrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning // *Academy of Management Journal*. – 2000. – №43(1) (Feb.). – P.26–49.

ГЛАВА II

СПЕЦИФИКА КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ: ОБЯЗАТЕЛЬСТВЕННОЕ ПРАВО И КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

2.1. Интерпретация правоотношений между акционерным обществом и акционерами в цивилистике

Юридический статус акционеров до сих пор остается спорным как в отечественной, так и в западной правовой литературе. В западной литературе подобное разнообразие мнений уже отражено в работах Берла и Минса¹⁸⁸, Фридмана¹⁸⁹ и др., а также в более современных трудах экономико-правового направления, которые получили известность как контрактные теории (к примеру, труды Уильямсона)¹⁹⁰, агентская теория¹⁹¹ и др. В российской юридической науке в качестве примера мы можем привести таких авторов, как Г.Ф.Шершеневич¹⁹², А.М.Эрделевский¹⁹³, П.В.Степанов¹⁹⁴, Д.И.Дедов¹⁹⁵ и др. При

¹⁸⁸ См.: Berle A.A., Means G.C. *The Modern Corporation and Private Property*. – New York: The MacMillan Company, 1932.

¹⁸⁹ См.: Friedman M. *Capitalism and Freedom* // Chicago University Press. – Chicago, 1962; Friedman M. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* // New York Times Magazine. – September 13, 1970. – P.32–33, 122, 124, 126.

¹⁹⁰ См.: William Letwin. *Law and Economic Policy in America* 65. – NY, 1965; J. Willard Hurst. *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970*. – 1970. – P.33–36; Lawrence Friedman. *A History of American Law: 2d ed.* – Chicago, 1985. – P.194–198.

¹⁹¹ См.: Ronald Coase. *The Nature of the Firm* // *Economica*. – 1937. – No 4. – P.386–405; Bolton P. and Scharfstein D. *Theory of Predation based on Agency Problems in Financial Contracting* // *American Economic Review*. – 1990. – №80. – P.94–106; Jensen M.C., Meckling W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure* // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3. – P.305–360; Fama E., Jensen M.C. *Agency Problems and Residual Claims* // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26. – P.327–352; Eisenhardt K.M. *Agency Theory: An Assessment and Review* // *Academy of Management Review*. – 1989. – Vol. 14. – No.1. – P.58–76.

¹⁹² См.: Шершеневич Г.Ф. *Курс гражданского права*. – Тула: Автограф, 2001. – С.128.

¹⁹³ См.: Эрделевский А.М. *О защите личных неимущественных прав акционеров* // *Хозяйство и общество*. – 1997. – № 6. – С.42–51.

¹⁹⁴ См.: Степанов П.В. *Корпоративные отношения в коммерческих организациях как составная часть предмета гражданского права: Автореф. дис. к.ю.н.* – М., 1999.

¹⁹⁵ См.: Башкин В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. *Правовое регулирование деятельности акционерных обществ*. – М., 1999.

этом надо заметить, что если основными в большинстве трудов западных авторов системы общего права были споры о модели экономически наиболее эффективной теории¹⁹⁶, а также противоборство этих теорий с социальными теориями о сущности корпораций, то в отечественной цивилистической науке, на наш взгляд, основным вопросом был способ оптимальной интерпретации акционерных отношений в свете существующих гражданско-правовых институтов. Это объясняется исключительной многогранностью проблемы, а в результате – запутанной интерпретацией имущественных отношений между акционерами и акционерным обществом как с теоретической, так и с практической точки зрения.

В США, где акционерные общества (далее – АО) именуется как "корпорации", выделяют такие признаки АО, как: 1) полная правовая субъектность, включая (как указывают Генри Хансманн и Рэйнер Крэкмен) четко определенное полномочие связывать АО с контрактами и обеспечивать эти контракты имуществом, которое является собственностью АО, отдельной от собственников АО¹⁹⁷; 2) ограниченная ответственность собственников (акционеров); 3) раздельное владение капиталом инвесторами; 4) управление со стороны уполномоченного менеджмента; 5) право на передачу доли в обществе (акции)¹⁹⁸. Нам представляется, что данное определение ярко отражает социальную сущность американских акционерных обществ, с высоко распыленным акционерным владением и действующим отдельно от акционеров менеджментом¹⁹⁹. Не случайно именно эти принципы нашли свое закрепление в судебно-законодательной доктрине США, которая на нынешний день проявила наибольшую эффективность в правовой организации

¹⁹⁶ Именно благодаря этому и возникло в США относительно недавно (в 80-х годах XX в.) новое направление – "экономика и право", целью которого является экономико-правовой анализ проблем, связанных с деятельностью акционерных обществ.

¹⁹⁷ См.: Henry Hansmann and Reinier Kraakman. The Essential Role of Organizational Law // Yale Law School and Harvard Law School. Working Paper. – Chicago, 1999.

¹⁹⁸ См.: André Tunc. A French Lawyer Looks at American Corporation Law and Securities Regulation // U. Pa. L. Rev. – 1982. – №130. – P.759.

¹⁹⁹ См.: William W. Bratton Jr. The New Economic Theory of the Firm: Perspectives from History // Stan. L. Rev. – 1989. – №41. – P.1471.

акционерной деятельности в этой стране²⁰⁰. Отметим также, что определения АО в странах англосаксонской системы права не ограничиваются только этими признаками, а детерминируются целым рядом прецедентных норм, которые в своей совокупности представляют отдельные признаки АО, наподобие мозаики²⁰¹.

В узбекском законодательстве, как в Гражданском кодексе²⁰² (далее – ГК), так и в специализированных законах, определения акционерных обществ очень кратки. Так, в ГК (ст.64) говорится: "акционерным обществом признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций; участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций". А в ч.1 ст.2 Закона РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" (далее Закон) указывается, что "акционерным обществом признается хозяйствующий субъект, уставный фонд которого разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательства общества по отношению к акционерам". В ч.3 этой же статьи Закона указывается, что общество является юридическим лицом и имеет в собственности обособленное имущество, учитываемое на его самостоятельном балансе, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде. Далее в ч.2 ст.4 Закона говорится, что акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Исходя из этих определений, мы можем констатировать следующие основные признаки АО:

1. АО – это юридическое лицо, т.е. субъект, который может иметь определенные права и обязанности. В основном эти

²⁰⁰ См.: Mark J. Roe. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Stan. L. Rev. – 2000. – №53. – P.539.

²⁰¹ См.: John Dewey. The Historic Background of Corporate Legal Personality // Yale L. J. – 1926. – №35. – P.655.

²⁰² См.: Гражданский кодекс Республики Узбекистан. – Т.: "Адолат", 1996.

права и обязанности носят гражданско-правовой характер, и, таким образом, статус АО в РУз резко отличается, например, от АО в англо-американском праве, которое может нести и уголовную ответственность, что закреплено в Конституции США²⁰³. Подобная ответственность, на наш взгляд, нелогична и является результатом теоретической "метафоры" англо-американского права, т.е. чрезмерного уподобления статуса АО статусу физического лица²⁰⁴. Но поскольку данный параграф посвящается рассмотрению статуса АО в гражданско-правовом аспекте, мы не сочли нужным вдаваться здесь в вопросы уголовно-правовой субъектности АО.

2. Уставный фонд АО образуется за счет продажи акций, и АО имеет право собственности на имущественные блага, вырученные от этой продажи, которые составляют его обособленное имущество.

Согласно ГК (ст.39), любое юридическое лицо должно иметь обособленное имущество в своей собственности, будь то в хозяйственном ведении или оперативном управлении. Именно это имущество следует считать необходимым субстратом АО как юридического лица, образующего его правосубъектность. Отметим, что юридические лица могут иметь, а могут и не иметь право собственности на имущество в их распоряжении. В случае АО и хозяйственных товариществ юридические лица обладают правом собственности на имущество, которое находится в их распоряжении, в отличие от унитарных предприятий, которые не имеют в своем распоряжении своей обособленной собственности. В результате по законодательству РУз взаимосвязи участников и АО оформлены в целом как обязательственные.

3. Участники этого юридического лица несут ограниченную ответственность²⁰⁵. Часто в литературе этот признак представлен даже самым основным и считается, что он способствует

²⁰³ См.: Morton J. Horwitz. *The Transformation of American Law 1870–1960*. – Boston, 1992. – P.65–107.

²⁰⁴ См.: Gentner & Jeziorski. *The Shift from Metaphor to Analogy in Western Science // Metaphor and Thought*. – 1994. – №6(3). – P.447, 459.

²⁰⁵ См.: Cf. John C. Coffee. *The Mandatory. Enabling Balance in Corporations Law: An Essay on the Judicial Role // Colum. L. Rev.* – 1989. – №89. – P.1618, 1619.

свободному перемещению акций от одного владельца к другому²⁰⁶, что является преимуществом данного вида юридических лиц²⁰⁷. Это означает, что акционеры не отвечают по обязательствам АО, кроме как средствами, вложенными в покупку акций, и наоборот, АО не отвечает по обязательствам акционеров. Подчеркиваем, что подобная характеристика резко отличает АО от таких юридических лиц, как товарищества, участники которых несут дополнительную имущественную ответственность в случае нехватки средств данного юридического лица²⁰⁸.

Как видно из анализа изученной нами литературы, основные споры в цивилистике на нынешний день ведутся вокруг оптимальной интерпретации акционерных отношений и объяснения источника возникновения прав акционеров, т.е. правового статуса акционеров в свете существующих гражданско-правовых институтов, их абсолютных и относительных прав. В основу подобной классификации легли способы защиты обеих категорий прав, или, как указывал Г.Ф.Шершеневич, сущность подобного деления основывается на различии юридических средств достижения общественной цели²⁰⁹.

Если абсолютные права, в число которых входят права собственности, защищаются от посягательств неограниченного ряда лиц, окружающих владельца этих прав, то его относительные права защищаются от посягательства конкретного лица (к примеру, от невыполнения своих обязанностей должником сделки) или конкретного круга лиц. Правда, большинство авторов говорят об условности и порою негибкости такого разделения (на относительные и абсолютные) гражданских прав (отношений)²¹⁰. Однако мы считаем, что подобная классификация доказала свою оптимальность в деле защиты гражданских прав, а также предоставляет гражданскому праву, пожалуй, са-

²⁰⁶ См.: Кулагин М.И. Избранные труды. – М.: Статут, 1997. – С.51 (в серии “Классика российской цивилистики”).

²⁰⁷ См.: Гражданское право: В 2 т. – Т.1: Учебник / Под ред. Суханова Е.А. 2-е изд. – М.: Изд. “БЕК”, 2002. – С.232.

²⁰⁸ См.: ч.1 ст.60 ГК. Здесь указывается, что “участники ... несут ответственность по его (товарищества) обязательствам принадлежащим им имуществом”.

²⁰⁹ См.: Шершеневич Г.Ф. Указ. соч.– С.185.

²¹⁰ См.: там же. – С.73.

мый эффективный и простой в использовании механизм регулирования этих отношений. Надо также отметить, что в плане систематизации этой отрасли права подобная классификация получила применение не только в Узбекистане, но и в таких экономически развитых странах романо-германской системы, как Германия, Россия, Франция, Япония и др.²¹¹

Как указывалось выше, в законодательстве РУз взаимоотношения между АО и акционерами закреплены как обязательственные. Так, в ст.234 ГК дано определение обязательства, как гражданского правоотношения, в силу которого одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие, как-то: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т.п., либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанностей". Другими словами, как указывал О.С.Иоффе, экономическая функция обязательства состоит в опосредствовании перемещения имущества и иных результатов труда из сферы производства в сферу обращения и через последнюю – в сферу потребления²¹². Иначе говоря, обязательства юридически опосредствуют перемещение от одного субъекта к другому имущественных, т.е. экономически ценных, благ, удовлетворяющих определенные экономические потребности общества, и эти отношения в цивилистической литературе принято называть обязательственными²¹³. При этом объектом обязательства являются определенные действия, которые должен совершить "обязанный субъект", т.е. должник, в пользу кредитора²¹⁴.

Мы должны, однако, заметить, что не все обязательства направлены на удовлетворение экономических нужд, так как, согласно законодательству, гражданско-правовые обязательства возникают и из причинения вреда. Но в данной работе под обязательствами мы будем понимать отношения, как указыва-

²¹¹ См.: Mcneil I.R. The Many Futures of Contracts // Southern California Law Review. – 1974. – №47. – P.691–816.

²¹² См.: Иоффе О.С. Обязательственное право. – М.: "Юрид. лит.", 1975.

²¹³ См.: Гражданское право: В 2 т. – Т.II. – Полутом 1: Учебник / Под ред. Суханова Е.А. 2-е изд. – М.: Изд. "БЕК", 2002. – С.1.

²¹⁴ См.: там же. – С.12.

лось выше, направленные на удовлетворение экономических потребностей, т.е. возникшие по воле обеих сторон.

Здесь же мы должны заметить, что употребление терминов “должник” и “кредитор” носят, как нам представляется, в определенной мере условный характер, и подобное применение их к отношениям между акционерами и АО, конечно, приведет к еще большей путанице. Мы не станем вдаваться здесь и в другие, более спорные теоретические аспекты обязательственных отношений, учитывая и без того значительную сложность рассматриваемого вопроса (природы отношений между акционерами и АО), а лишь ограничимся теоретически и практически наиболее утвердившимися нормами обязательственного права, а также иных правовых институтов.

Положение о том, что отношения между АО и акционерами являются обязательственными, вызвало немало споров среди правоведов. Большинство авторов не согласны с этим положением, и было даже предложено такое понятие, как корпоративные правоотношения (права), однако из содержания их работ можно заметить, что имеются трудности в объяснении места предлагаемого вида правоотношений в существующей классификации правоотношений.

К примеру, проф. Е.А.Суханов указывает, “что можно выделить правоотношения, элементом содержания которых являются корпоративные права”²¹⁵. Автор указывает, что к корпоративным относятся “правоотношения, возникающие на основе участия (членства) субъектов в организационно-правовых образованиях – корпорациях, обладающих признаками юридических лиц”²¹⁶. Далее он пишет, что “основания для возникновения корпоративных правоотношений различны – участие в учредительном договоре, вступление в кооператив, приобретение права собственности на акции и т.п. Благодаря корпоративным правам участники корпорации могут участвовать в различных формах в управлении корпорацией и ее имуществом. Реализуя свои корпоративные права, участники корпорации влия-

²¹⁵ См.: там же. – С.100.

²¹⁶ См.: там же. – С.102.

ют на формирование воли данного корпоративного образования, являющегося самостоятельным субъектом гражданского права – юридическим лицом. Такая ситуация нетипична для гражданско-правового регулирования, так как по общему правилу в гражданском обороте субъекты самостоятельны и независимы друг от друга и поэтому не могут непосредственно участвовать в формировании воли контрагента"²¹⁷.

Из этого утверждения можно сделать вывод, что Е.А.Суханов считает корпоративные отношения элементом содержания определенных правоотношений. Это же означает, что корпоративные отношения сосуществуют вместе с другими видами правовых отношений, например обязательственными, составляя вместе с ними определенный вид гибридных отношений. Однако здесь же отметим, что автор не относит эти отношения ни к абсолютным, ни к относительным.

Рассмотрим данный вопрос в свете действующего законодательства. Так, в законодательстве РУз закреплено, что отношения между АО и акционерами являются обязательственными²¹⁸. Как указывается в п.1. ст.2 Закона "акции удостоверяют обязательства общества по отношению к акционерам". Отсюда мы делаем вывод, что эти обязательственные отношения носят односторонний характер, т.е. акционерное общество имеет обязанности в отношении акционеров, а не наоборот.

Исходя из этого, на наш взгляд, можно определить следующий характер этих взаимоотношений. Законодательно АО является отдельным субъектом права, и возникновением своей субъектности оно, по нашему убеждению, обязано, в первую очередь, акционерам, так как именно благодаря их взносам у АО появляются средства для существования и оно может на деле вступать в правовые отношения с другими субъектами. Так как АО является отдельным субъектом права и получает имущество от акционеров, то, соответственно, и акционеры оформляют свои средства на имя АО (учитывая, что теперь юридическим собственником выступает АО) не для благотворительности, а ожидая определенную отдачу, т.е. взамен обре-

²¹⁷ См.: там же. – С.103.

²¹⁸ См.: ч.2 п.2 ст.48 ГК.

тают право на получение дивидендов²¹⁹. Следовательно, мы можем считать, что право акционеров получать от АО дивиденды означает обязанность АО выплачивать эти дивиденды, т.е. работать в интересах акционеров. Отсюда видно, что, во-первых, участниками этих отношений являются АО и акционеры, а не неограниченный круг лиц, и, во-вторых, указанная ситуация обуславливает оформление взаимоотношений между акционерами и АО в качестве обязательственных.

Отметим, что в современной гражданско-правовой доктрине общепринято, что в основном юридическими фактами для возникновения обязательств являются сделки и деликты (причинение вреда)²²⁰. При этом, очевидно, предполагается, что между АО, в качестве независимого субъекта, и другим лицом совершается предполагаемая сделка, по которой это лицо обязуется передать АО имущественные блага, а общество взамен обязуется выполнять в его пользу определенные действия в виде выплаты дивидендов. При вторичном выпуске ценных бумаг, с нашей точки зрения, подобное предположение юридически является реальным, так как при этом сторонами договора по приобретению дополнительных акций выступают акционер и АО. Но при учреждении АО, до его государственной регистрации, оно не существует, и при своем возникновении АО получает обязательства не по своей воле, а по воле своих учредителей. Вообще для совершения гражданско-правовой сделки требуется воля обеих сторон, но при учреждении АО его обязательства определяются только по воле его учредителей.

То же самое фактически происходит при вторичной эмиссии. Согласно Закону РУз об АО, решение о выпуске дополнительных акций принимается общим собранием, и приобрести эти акции могут как участники, так и другие лица. При этом, хотя формально договор заключается между АО и акционерами, фактически волю АО по заключению подобного договора опре-

²¹⁹ См.: Endogenously determined: Harold Demsetz & Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. Pol. Econ. – 1985. – №93. – P.1155.

²²⁰ К примеру, подобное правило закреплено в ч.2 ст.234 ГК.

деляют сами акционеры, а в результате складывается ситуация, схожая с вышеуказанной.

Вместе с тем, как мы уже отмечали, акционеры передают АО свое имущество, которое в результате юридически становится собственностью АО. Взамен АО берет на себя определенные обязательства: акционеры получают такие основные права, как участвовать на общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества – право на получение части его имущества²²¹. В свою очередь, эти права акционеров, в случае их нарушения, должны быть каким-то образом защищены. И АО, в качестве противоположной стороны, является именно тем субъектом, по обязательствам которого акционеры получают указанные выше права. Итак, несмотря на то, что отношения между акционерами и АО не полностью соответствуют параметрам обязательственных отношений в традиционном гражданско-правовом смысле, все же на основе существующих гражданско-правовых институтов эти отношения, на наш взгляд, неизбежно подлежат квалификации в качестве обязательственных.

Отсюда видна причина объяснения Е.А.Сухановым корпоративных отношений как элемента иных отношений. Хотя отношения между АО и его участниками оформляются как обязательственные, они все же не являются обязательственными в традиционном гражданско-правовом понимании в силу участия акционеров в управлении АО, т.е. определении его воли. А потому, учитывая и мнение Е.А.Суханова, мы можем сделать вывод, что корпоративные права существуют параллельно с обязательственными. Если отношения между АО и акционерами по поводу выплаты дивидендов определяются как обязательственные, то, согласно его мнению, отношения по поводу управления АО со стороны акционеров можно обозначить как корпоративные.

Д.В.Ломакин высказывает, как нам представляется, в целом схожее мнение. Рассматривая этот вопрос, он обозначает три

²²¹ См.: п.2 ст.29 Закона РУз об АО.

существенных признака обязательственных правоотношений: их имущественный и относительный характер, а также наличие активных положительных действий обязанных лиц. При этом он приходит к выводу, что "акционерное правоотношение и соответственно членские права не вписываются в полном объеме ни в группу абсолютных, ни в группу относительных"²²². Автор указывает, что отношения между АО и акционерами, прежде всего, не соответствуют первому признаку обязательственных отношений – имущественный характер присутствует только в праве на получение дивиденда и ликвидационной квоты. Далее отмечается, что такие отношения, как право на получение информации и ознакомление с документацией, а также право голоса, составляющие часть взаимоотношений между акционерами и АО, являются правами неимущественными и, соответственно, не входят в обязательственные отношения.

В свою очередь, В.А.Белов указывает, что "имущественные права опосредуют имущественное (материальное) участие лица в деятельности общества. Последнее может выражаться в том, что члены общества принимают участие в распределении прибыли (если таковая имеется) или имущества, оставшегося после ликвидации юридического лица. В данном случае налицо правоотношения между обществом и участниками, объект которых имеет материальную природу"²²³. Далее он указывает, что "в отличие от имущественных, все иные права (право на участие в управлении обществом, право на ознакомление с документацией общества и право на получение информации о его деятельности) не имеют своим объектом материальной субстанции". Но, подчеркивает он, "эти права, тем не менее, тесно связаны с материальной заинтересованностью участников, ведь основной целью активного участия в общих собраниях общества является возможность оказания влияния на корпоративную политику, которая, по мнению данного лица, в случае благоприятного исхода, принесет ему прибыль"²²⁴. Тем не менее В.А.Белов утверждает, что эти права все же не являются

²²² См.: Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997. – С.29.

²²³ См.: там же. – С.143.

²²⁴ См.: там же. – С.144.

имущественными, так как не всегда подобное участие акционеров дает материальные результаты, и нередко акционеры могут "просто присутствовать".

На наш взгляд, в данном случае Д.В.Ломакин и В.А.Белов не учитывают природу взаимосвязи таких прав, как право на дивиденды и право на ликвидационную квоту, с одной стороны, и право на информацию, право голоса и право ознакомления с документами, – с другой стороны. Как указывает по этому поводу Д.И.Дедов, "несостоятельными представляются попытки некоторых ученых (например, А.М.Эрделевского²²⁵) представить право участия акционера как разновидность личных неимущественных прав"²²⁶. По его мнению, такое понимание связано, прежде всего, с неверной трактовкой сущности обязательственных прав, которыми акционеры обладают в соответствии с Законом и ГК. Последние "не должны быть обязательно связаны с возникновением вещных прав, но могут представлять собой определенное требование к другому лицу, связанное с совершением определенных действий в интересах акционера, одним из которых является обеспечение обществом права акционера на участие в общем собрании акционеров и голосование по решениям, вносимым на голосование"²²⁷.

По сути, мы рассматриваем эти права акционеров как их права на самозащиту. Взять, к примеру, раскрытие информации акционерным обществом о совершении крупной сделки. По ч.3 ст.90 Закона, решение о совершении сделок, предметом которых является имущество, стоимость которого составляет свыше 50% балансовой стоимости активов общества на дату принятия решения о совершении такой сделки, принимается общим собранием акционеров. Повседневные же сделки АО совершаются, как правило, исполнительным органом АО. Но в своей совокупности подобные сделки охватывают очень большую часть собственности АО, и в случае погрешности их заключения АО грозит потеря большей части имущества, что может даже привести к ликвидации АО и, следовательно, потере

²²⁵ См.: Эрделевский А.М. Указ. соч. – С.47.

²²⁶ См.: Башкинская В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. Указ. соч.– С.147.

²²⁷ См.: там же.

ценности акций акционеров. Поэтому и при совершении подобной сделки исполнительный орган должен проинформировать акционеров, которые, расценив эту сделку, в случае ее невыгодности, вправе проголосовать против ее совершения. Отсюда мы делаем вывод, что и право на информацию, и право голоса предоставляют акционерам средства для самозащиты в целях реализации их имущественных интересов.

Как видим, неимущественные права акционеров нередко *de facto* тесно связаны с имущественными. Например, автор, создав какую-либо работу, наряду с абсолютными имущественными правами, автоматически приобретает также неимущественное право на эту работу – право считаться ее автором²²⁸. И если при этом имущественные права автора защищаются от неправомерного использования данной его работы в каких-либо коммерческих целях без разрешения автора, то его неимущественные права защищаются от присвоения титула автора этой работы каким-либо другим лицом²²⁹. А в случае с АО все права акционеров, по нашему твердому убеждению, в конечном счете имеют единственный объект – их имущественные права, возникшие в силу их долевого участия в акционерном обществе.

Если же следовать утверждениям Д.В.Ломакина или В.А.Белова, то с таким же успехом можно квалифицировать права покупателя на информацию о качестве или о каком-либо другом свойстве товара как неимущественное право покупателя при совершении сделки по покупке определенного товара. И если покупатель не всегда использует всю информацию, характеризующую свойства товара, то это отнюдь не дает основания считать право покупателя на получение этой информации неимущественным. Отсюда нам представляется недостаточной обоснованность мнения Д.В.Ломакина о том, что отношения между акционерами и АО не являются обязательственными ввиду наличия таких прав акционеров, как право на ин-

²²⁸ Напр., см.: ст.1033 ГК (Имущественные и неимущественные права в отношении объектов интеллектуальной собственности).

²²⁹ См.: Landes W.M., Posner R.A. An Economic Analysis of Copyright Law // Journal of Legal Studies. – 1999. – №7(16). – P.18.

формацию, право голоса и др. АО, его руководство, согласно Закону, обязаны обеспечить акционерам реализацию этих прав, в противном случае могут прямо пострадать их имущественные права.

Д.В.Ломакин пишет, что не на всех стадиях своего существования права участников представляют собой определенные требования. Вплоть до принятия годовым собранием соответствующего решения, т.е. до момента распределения прибыли или объявления дивидендов, предмета требования не существует, и участник АО, как правило, не знает и не может знать, какова доля прибыли, которую общество должно будет ему выплатить в том или ином финансовом году. Единственно, чем располагают акционеры, – это право на участие в решении вопроса об объявлении дивидендов, что, по Д.В.Ломакину, не имеет самостоятельной имущественной ценности²³⁰.

Таким образом, исходя из выводов Д.В. Ломакина, отношения, имеющие единую цель, могут иметь различную природу, в зависимости от этапов достижения этой цели. Так, до объявления дивидендов права акционеров в отношении этих дивидендов носят корпоративный характер, а после объявления, т.е. после уяснения конкретной материальной ценности дивидендов, эти права носят уже обязательственный характер²³¹.

На наш взгляд, Д.В.Ломакин не учитывает, что после того, как дивиденды объявляются, они уже становятся собственностью акционеров, или, как указывал Е.А. Суханов, их активом²³². Разумеется, эти дивиденды не попадают сразу же в распоряжение акционеров, но у них (дивидендов), как объектов материальных, часто выражающихся в денежной форме, появляется новый владелец – акционеры. А до получения дивидендов “на руки” у акционеров существует право требования к АО, правда, касающегося еще не действий по реальной передаче имущественных благ, а действий АО по созданию условий для реализации акционерами их права собственности на дивиденды. Отсюда можно сделать вывод, что права акционеров после

²³⁰ См.: Белов В.А., Пестерева Е.В. Указ. соч.– С.134–136.

²³¹ См.: там же. – С.135.

²³² См.: Гражданское право: В 2 т. – Т.1. – С.229.

объявления дивидендов носят скорее не обязательственный, как считает Д.В.Ломакин, а вещный характер и подлежат вещно-правовой защите.

Противоположного Д.В.Ломакину мнения придерживается П.В. Степанов, указывая, что право на получение дивиденда, как и право ликвидационной квоты, являются правами только корпоративными на всех стадиях своего существования и не "преобразуются" в обязательственные не при каких условиях, и решение общего собрания акционеров, а также факт его ликвидации – это условия реализации единых корпоративных прав на получение акционерами дивиденда и на получение ликвидационной квоты²³³.

Не следует забывать, что основная цель гражданского права – защита экономических интересов его субъектов. А классификация правоотношений в гражданском праве зависит от способов защиты этих правоотношений. К примеру, как указывает Е.А.Суханов, "практическое разграничение абсолютных и относительных правоотношений состоит в том, что при нарушении абсолютного права меры защиты и ответственности могут быть применены к любому нарушителю, а при нарушении относительного права может отвечать только строго определенное лицо... При этом в законодательстве формируется два самостоятельных блока гражданско-правовых мер защиты: один –предназначенный для защиты абсолютных прав, другой – для защиты относительных прав"²³⁴.

Мы, повторяем, исходим из того, что отношения акционеров, законодательно оформленные с АО, являются относительными, что признают большинство авторов. Например, как указывает Е.В.Пестерева, "корпоративные права должны быть признаны правами относительными, входящими в систему субъективных гражданских прав наряду с обязательственными, но не сливающимися с ними"²³⁵. Быть может, определение этих отношений как обязательственных и противоречит стандартному пониманию обязательств, но в любом случае, эти отно-

²³³ См.: Степанов П.В. Указ. автореф. – С.10, 20–22.

²³⁴ См.: Гражданское право: В 2 т. – Т.1. – С.101.

²³⁵ См.: Белов В.А., Пестерева Е.В. Указ. соч.– С.139.

шения являются и относительными, и за нарушение прав акционеров, как право на информацию или право участия в управлении АО, ответственность несет АО, так что предметом защиты прав акционеров становятся действия АО в отношении акционеров, которые могут нанести ущерб имущественным правам акционеров.

На деле, в результате передачи своего имущества АО акционеры получают права на дивиденды, которые, очевидно, являются основными правами акционеров, и вообще это составляет цель создания ими АО. АО же использует в своей предпринимательской деятельности имущество, переданное ему акционерами, а часть полученной прибыли передает им же в качестве дивидендов. Так, согласно ч.1 ст.53 Закона, "дивидендом является часть прибыли, остающейся в распоряжении акционерного общества после уплаты налогов и обязательных платежей, осуществления реинвестиций, подлежащая распределению среди акционеров". АО, в конечном итоге, расплачивается по всем своим обязательствам имуществом, которое составляет уставный фонд общества, образованный из вкладов акционеров за счет продажи им акций.

И если нарушены права акционеров, то отвечать опять-таки будет АО. Как указано в ст.58 Закона, "в случае невыплаты эмитентом по его вине дивидендов в установленные общим собранием акционеров сроки, по невыплаченным и недополученным дивидендам начисляются пени, исходя из ставок рефинансирования, установленных Центральным банком (РУз). Акционер вправе требовать выплаты объявленных акционерным обществом дивидендов в судебном порядке. В случае отказа по отношению к обществу применяется процедура устранения неплатежеспособности или объявления банкротом в порядке, установленном законодательством".

Как видно, кроме выплаты акционерам дивидендов, на АО может быть возложена и обязанность по выплате пени. Значит, АО расплачивается с акционерами за счет средств, полученных от самих же акционеров.

И даже если чистые активы АО, кроме тех, которые являются объектом кредитных обязательств, окажутся больше его

уставного капитала, и имеющихся средств будет недостаточно для расчета по обязательствам с акционерами, то и в этом случае АО станет расплачиваться за счет потенциальных средств самих же акционеров. И прочие расчеты АО, в том числе по полученным кредитам с процентами, штрафам, неустойкам и т.д., – в конечном счете производятся из средств, принадлежащих акционерам²³⁶.

2.2. Правовая сущность корпоративных отношений

Как было показано ранее, интерпретация отношений между акционерами и АО только в свете известных гражданско-правовых институтов не соответствует классическим стандартам гражданского права.

Что же представляют собой корпоративные отношения с правовой точки зрения? В первую очередь, нам представляется необходимым подчеркнуть, что акционеры имеют свой статус в качестве акционеров именно благодаря акциям, которыми они владеют. При этом в гражданском праве, как известно, акции обладают двойственной природой, в качестве как имущества, так и документа, удостоверяющего участие акционера в уставном фонде АО, из чего, в свою очередь, проистекает двойной субъектно-правовой статус акционера в корпоративных отношениях.

Причина того, что акции выступают в качестве имущества, в первую очередь, на наш взгляд, заключается в изменении их экономического значения в результате развития фондовых рынков и повышения спроса на подобный вид "товара"²³⁷. Как отмечает Т.Б.Бердникова, "ценные бумаги – это особый товар,

²³⁶ В этой связи отметим, что, например, только в 2003г. и только по результатам проверок АО и инвестиционных институтов по линии Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг в целом по Узбекистану было применено по выявленным нарушениям законодательства 169 экономических санкций почти на 174 млн. сум. См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – Приложение 8.

²³⁷ См.: Tricker R.I. Corporate Governance. Dartmouth Publishing Company. – England: Aldershot, 2000. – P.248.

который обращается на рынке и отражает имущественные отношения"²³⁸. При этом, как указывает Е.А.Суханов, "в развитой экономике объектом права становятся не только вещи, но и имущественные права, в том числе выраженные в специальных документах – ценных бумагах"²³⁹. Становясь объектом товарного оборота, ценные бумаги, в том числе акции, получают, таким образом, такую же правовую защиту, как и другие объекты вещных прав. Так, согласно ст.83 ГК, вещи, не относящиеся к недвижимости (включая деньги и ценные бумаги), признаются движимым имуществом. Из этого же, соответственно, вытекает, что, приобретая статус собственника акций, акционер становится обладателем абсолютных прав.

Однако нельзя забывать, что существует и более упрощенная природа акций – как документов, удостоверяющих имущественные права акционеров как участника уставного капитала АО.

Это обстоятельство, по нашему мнению, является первичным не только в том смысле, что в реальности акции, в первую очередь, являются документом, удостоверяющим права акционеров, но и с точки зрения экономического влияния имущественных прав акционеров в качестве владельцев собственности, с соответствующими их интересами. В данном случае под интересом мы подразумеваем имущественный интерес в смысле повышения материального благосостояния акционеров. Как правило, финансируя АО, т.е. создавая его уставный фонд в качестве материальной базы существования АО, акционеры обычно ожидают от общества определенной отдачи от вложенных средств. То есть, если рассматривать вопрос шире и логичнее, как и любой инвестор, финансирующий определенный предпринимательский проект, акционеры, естественно, ожидают намного большей отдачи от вложенных ими средств за определенный период. Отсюда же следует, что, если от

²³⁸ См.: Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М., 2000. – С.9; Michael Barclay & Clifford Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. Fin. Econ. – 1989. – №25. – P.371.

²³⁹ См.: Гражданское право: В 2т. – Т.1: Учебник /Под ред. Е.А. Суханова. 2-е изд. – М.: "БЕК", 2002. – С.314.

предпринимательской деятельности отдача получается незначительной, и требуется слишком много времени для покрытия произведенных расходов, либо, в худшем случае, со временем отдача вообще отсутствует, то это говорит о невыгодном положении акционеров как владельцев имущественных прав в отношениях с АО. Ценность акции напрямую зависит от того, насколько обретенные имущественные права окажутся для потенциальных акционеров выгодными²⁴⁰. А именно от производительности акционерного общества зависит, в первую очередь, то, насколько будут высоко оценены его акции на фондовом рынке²⁴¹.

Допустим, что номинальная цена акций (определяемая со стороны АО при их эмиссии) была равна 20 долл., и со временем, в результате высокой производительности АО, годовой размер дивидендов на каждую акцию составит, скажем, в среднем по 80 долл. Это означает, что каждый акционер сможет вернуть свои вклады уже за первые 4 месяца (что, конечно, звучит очень утопично). По средним рыночным меркам, это достаточно быстрый и высокий доход, в результате чего, несомненно, найдутся лица, которые заплатили бы более высокую сумму за такую "курицу, несущую золотые яйца", т.е. акции этого АО. Акционер, купивший эти акции при первичной их продаже, подержав их в своем владении всего один год, выручил бы 60 долл. прибыли сверх того, что он вложил, и плюс к этому продал бы свои акции намного дороже их номинальной стоимости, что означает повышение благосостояния акционеров в качестве собственников особого вида имущества – ценных бумаг.

Однако зачастую возникает ситуация, совершенно противоположная. Акционеры вложили свои средства в АО, купив его акции. Но в результате неэффективной деятельности АО не смогло выдать акционерам никаких дивидендов. Значит, они

²⁴⁰ См.: Roberta S. Karmel. Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges // *Hastings Law Journal*. – 2002. – №53. – P.367–428.

²⁴¹ Подразумевается совокупность отношений по отчуждению и приобретению абсолютных прав на акции в целом, а не какое-либо конкретное место осуществления этих отношений.

вложили свои деньги зря, так сказать, "пустили их по ветру". Конечно, акционер захочет как-то вернуть свои деньги и попытается продать свои акции. Но вряд ли кто-либо захочет купить такие акции, приобретение которых означало бы пустую трату средств. Следовательно, неизбежно падение цены таких акций, причем намного ниже их номинальной стоимости. В итоге акционер сможет продать акции, купленные им по 20 долл., – по 10 долл., а то и меньше. В результате он не только не получит какую-либо выгоду от финансирования АО, но, напротив, понесет большие убытки.

Здесь мы усматриваем непосредственную взаимосвязь между двумя категориями прав акционеров – как их абсолютные права на акции, которые могут выступать в качестве имущества – собственности акционеров, так и права акционеров в качестве участников АО. Мы считаем, что в этой взаимосвязи права акционеров как участников АО играют первичную роль не только потому, что они возникают, в первую очередь, в силу их участия в АО, но и с той точки зрения, что дальнейшая перспектива осуществления прав акционеров в отношении с АО окажет непосредственное влияние на их законные материальные интересы, или, выражаясь гражданско-правовым языком, – на имущественные права акционеров как собственников акций. Это же означает, что права акционера на акции (в качестве имущества) могут защищаться не только классическими, абсолютными гражданскими правами, но и корпоративными правами, вытекающими из имущественного участия акционера в АО.

Из этого вытекает, что объектом корпоративных отношений могут быть не только отношения, связанные с осуществлением имущественных прав акционера в качестве участника имущества АО, но и отношения, связанные с владением им акцией как объектом права собственности. Это объясняется отличием акций в качестве вещей от других объектов абсолютных прав с точки зрения осуществления такого элемента прав собственности, как право пользования. И, соответственно, в отличие от всех других объектов вещных прав, полезные свойства акций

трудно определить заранее²⁴². Ведь эффективность любой ценной бумаги определяется ценностью имущественных объектов и их результатов, права на которые закрепляются данной ценной бумагой. Но ценность акций на рынке ценных бумаг трудно определить с достаточной точностью, ибо они закрепляют лишь имущественные права на дивиденды, а не на саму стоимость акции. А потому на практике эффективность ценных бумаг часто оценивают (на вторичном рынке ценных бумаг) по значению ранее выплаченных дивидендов, что показывает, насколько эффективно АО служит интересам акционеров, т.е. насколько их права защищены реально.

При этом, очевидно, может возникнуть вопрос – а имеет ли подобная экономическая взаимосвязь между двумя категориями прав практическое значение для правового регулирования корпоративных отношений? На наш взгляд, такая взаимосвязь, несомненно, существует, что показывает как зарубежная, так и отечественная практика регулирования отношений, связанных с деятельностью АО. Ярким примером может служить правовое регулирование корпоративных поглощений (приобретения контроля со стороны одного АО над другим посредством скупки значительного пакета акций последнего). По регулированию этих действий в законодательстве РУз, кроме практически незначительного количества норм, на деле отсутствует всякая законодательная политика. А в зарубежной правовой практике в данной сфере обязательно учитывается указанная взаимосвязь между правами акционеров, вытекающими из участия в АО, и их правами собственности на акции, выступающие предметом товарного оборота.

Другим аргументом может послужить структура построения системы правовых норм по регулированию ценных бумаг в РУз, которая, имея целью защиту прав инвесторов, в том числе акционеров, охватывает не только отношения по эмиссии и раскрытию информации по ценным бумагам, но и их оборот на вторичном фондовом рынке.

²⁴² См.: Edward Rock. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure // *Cardozo L. Rev.* – 2002. – №23. – P.675, 690.

Мы должны, однако, отметить, что указанная взаимосвязь существует не во всех категориях ценных бумаг. Например, как констатирует Е.А.Суханов, "существует также экономическое деление ценных бумаг, основанное на их экономическом содержании. С этой точки зрения выделяются торговые (денежные), товарораспределительные (товарные) и инвестиционные ценные бумаги". Далее он пишет, что "инвестиционные ценные бумаги призваны обслуживать фондовый рынок, будучи средством накопления доходов, поэтому чаще всего их называют фондовыми (или эмиссионными, так как их выпуск сопровождается массовой эмиссией)"²⁴³.

Отнесение Е.А.Сухановым таких ценных бумаг, как акции и облигации, к числу инвестиционных, на наш взгляд, стало, скорее всего, отражением положения существующего законодательства о том, что любые приобретатели эмиссионных ценных бумаг являются инвесторами²⁴⁴. Но, как видно, в данной классификации понятие инвестиций использовано в наиболее широком смысле.

И акция, и облигация являются ценными бумагами, выпускаемыми юридическими лицами²⁴⁵ для финансирования своей дальнейшей предпринимательской деятельности, а потому они и названы эмиссионными. В ст.54 Закона говорится, что "общество вправе ежеквартально, раз в полгода или раз в год принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям, если иное не установлено настоящим Законом и уставом общества". Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества. Из этих правил следует, что:

– во-первых, только акционеры финансируют уставный фонд общества, который, как правило, становится имуществом АО, которое оно использует в своей предпринимательской деятельности;

– во-вторых, только акционеры несут риск убытков, связан-

²⁴³ См.: Гражданское право. – С.319–320.

²⁴⁴ См.: Закон РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 12.02.1999. <http://lin.ru> (на страничке "Законодательные и нормативные акты").

²⁴⁵ См.: ч.1 ст.3 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993. N918-XII // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

ных с неудачной предпринимательской деятельностью АО или становлением АО должником в обязательственных отношениях;

– в-третьих, акционеры (обыкновенных акций) получают доход в виде дивидендов, которые выплачиваются им только из чистой прибыли общества, а не из каких-либо других средств (например, резервный фонд или уставный капитал), т.е. благосостояние акционеров зависит только от удачной предпринимательской деятельности АО, а в противном случае АО не обязано выплачивать им какие-либо средства (кроме привилегированных акционеров, но это уже вопрос отдельного рассмотрения).

В ст.32 Закона указывается, что "общество вправе в соответствии с его уставом размещать облигации и иные ценные бумаги, предусмотренные законодательством". Согласно ч.1 ст.5 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже", "облигация – ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска)". Из этого следует, что, в отличие от акций, доход от облигаций фиксирован, он зависит от номинальной стоимости этой ценной бумаги, и это означает, что АО, независимо от прибыльности своей деятельности, обязано оплатить облигации, а также что облигации не составляют уставный фонд общества, и, соответственно, средства, вырученные от эмиссии облигаций, не могут быть использованы им для исполнения своих обязательств. Обобщив эти два вывода, мы можем прийти к мнению, что, в отличие от акционеров, держатели облигаций не испытывают риска потери как в результате неэффективной деятельности АО, так и в случае вступления АО в обязательственные отношения. Итак, отношения АО с держателями облигаций, несомненно, являются долговыми, или, выражаясь более стандартным экономическим и правовым языком, кредитно-обязательственными отношениями. Осуществляя эмиссию облигаций, акционерное общество всего лишь берет средства в

долг²⁴⁶, который оно обязательно должно вернуть, а не "присваивает" полученное имущество в качестве собственности, как это происходит со средствами акционеров.

Е.А.Суханов отличает эти два вида ценных бумаг как денежные (облигации), которые выражают право требования уплаты определенной денежной суммы, и корпоративные (акции), выражающие право участия в делах компании. В этой классификации, как нам представляется, отразилось понимание облигаций в Гражданском кодексе РФ в качестве кредитных договоров. Несомненно, под таким разделением существуют определенные основания. Как уже отмечалось, облигации имеют явный долговой характер, т.е. в случае возникновения у АО нужды в материальных средствах лишь на какой-либо ограниченный период, оно одалживает эти средства у других лиц путем эмиссии облигаций, обязуясь при этом вернуть одолженные деньги вместе с определенными процентами. А приобретатели акций автоматически получают некоторые права, часть из которых составляет право участия в делах компании, например посредством участия на общем собрании акционеров.

Однако, как показывает мировая практика, подобные критерии являются экономически далеко не самыми эффективными при классификации этих ценных бумаг. Так, в США акционеры очень пассивно участвуют в управлении деятельностью корпорации, полностью доверяя ее наемным управляющим²⁴⁷, т.е. управленческие права акционеров в этой стране не играют существенную роль, как, например, обязательное раскрытие информации, которое используется как основной инструмент для самозащиты со стороны акционеров²⁴⁸. Поэтому уже с начала XXв. возникло такое понятие, как "активизм акционеров"

²⁴⁶ Здесь необходимо заметить, что само слово "облигация" в переводе с латинского означает "долг, обязательство".

²⁴⁷ См.: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences // NY. U.L. Rev. – 1991. – №66. – P.1045, 1054–1056.

²⁴⁸ См.: Ronald Gilson. The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function // American Journal of Comparative Law. – 2001. – №49. – P.329–357.

(shareholder activism)²⁴⁹.

Как в теории, так и на практике, причина указанной выше классификации объясняется высоким уровнем риска, который испытывают владельцы различных видов ценных бумаг²⁵⁰. При этом уровни риска акций и облигаций как средств инвестирования существенно отличаются. В практике развитых стран мира обычно удачно вложившие свои средства владельцы акций получают значительно больше доходов от своих ценных бумаг, чем держатели облигаций, и наоборот, больше рискуют акционеры, чем держатели облигаций²⁵¹. Говоря в целом, чем больше риск потери, тем больше шансов на получение прибыли владельцами ценных бумаг, что, пожалуй, является фундаментальной нормой экономической науки и практики. При этом, как мы уже указывали выше, в отличие от акций, облигации являются обеспеченными ценными бумагами, и этим обеспечением служит само имущество АО. Акционеры же никак не могут быть обеспечены, ибо это означало бы их обеспечение за счет ими же вложенного имущества. В результате единственным оптимальным способом обеспечения имущественных интересов акционеров становится их допуск к участию в управлении деятельностью корпорации, но только в той мере, в которой они смогли бы и себя защитить, и не нанести при этом ущерб самому АО, а значит и другим акционерам.

Очевидным доказательством этого является характер полномочий общего собрания акционеров, закрепленный в Законе. В соответствии со ст.65 Закона, к компетенции общего собрания акционеров отнесены:

- внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции;
- реорганизация общества;
- ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного лик-

²⁴⁹ См.: Daniel R. Fischel and Michael Bradley. The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis // Cornell L. Rev. – 1988. – №71. – P.261.

²⁵⁰ См.: Daniel J.H. Greenwood. Fictional Shareholders: For whom are Corporate Managers Trustees, Revisited // S. Cal. L. Rev. – 1996. – №69. – P.1021.

²⁵¹ См.: William T. Allen. Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis // J. Corp. L. – 2003. – №28. – P.551.

видационных балансов;

- определение количественного состава наблюдательного совета общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;

- определение предельного размера объявленных акций;

- увеличение и уменьшение уставного фонда общества;

- выкуп собственных акций;

- образование (избрание, назначение, наем и пр.) исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий, если уставом общества решение этих вопросов не относится к компетенции наблюдательного совета общества;

- избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий;

- принятие решения о проведении аудиторской проверки, об определении аудиторской организации и предельного размера оплаты ее услуг;

- утверждение годового бизнес-плана общества, годовых отчетов, бухгалтерских балансов, счета прибылей и убытков общества, распределение его прибылей и убытков;

- принятие решения о неприменении преимущественного, предусмотренного Законом, права акционера на приобретение ценных бумаг, конвертируемых в акции;

- утверждение регламента общего собрания;

- дробление и консолидация акций;

- заключение сделок в случаях, предусмотренных Законом;

- совершение крупных сделок, связанных с приобретением и отчуждением обществом имущества, в случаях, предусмотренных Законом;

- решение иных вопросов, предусмотренных Законом.

Здесь же указывается, что эти полномочия относятся к исключительной компетенции общего собрания акционеров и вопросы, отнесенные к компетенции общего собрания акционеров, не могут быть переданы на решение исполнительному органу общества.

Как видно, эти полномочия имеют фундаментальное значение в деятельности общества²⁵², а потому, исходя из подобного

²⁵² Из сказанного очевидно, что соблюдение указанных полномочий общего собрания акционеров (ОСА) имеют огромное значение для защиты интересов АО в целом и прав акционеров (особенно миноритариев). Между тем на практике встречаются

возвышенного статуса акционеров в АО, можно было бы предположить, что их права в обществе как основных инвесторов АО неограниченны. Однако, к полномочиям общего собрания АО не отнесено право управления текущей хозяйственной деятельностью АО, и, исходя из указанных норм, общее собрание акционеров не может участвовать в управлении подобной деятельностью, за исключением решения таких вопросов, как совершение крупных сделок и сделок с заинтересованностью²⁵³ и другие возможные случаи в хозяйственной деятельности АО, чреватые серьезной потенциальной угрозой правам и интересам акционеров.

Взять, например, полномочие общего собрания об утверждении крупных сделок. Согласно ч.3 ст.90 Закона, решение о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет свыше пятидесяти процентов балансовой стоимости активов общества, принимается общим собранием акционеров. Это означает, что акционеры могут утвердить не любую сделку, совершаемую со стороны АО, а только ту, которая может означать для акционеров опасность обесценивания их акций. Ведь при крупном значении предмета такой сделки возникает возможность потери столь же крупного размера средств АО в случае неудачности ее исхода.

Итак, хотя предоставляемые акционерам управленческие права дают им возможность определения воли АО в некоторых вопросах, они не являются таковыми в обыденном понимании: они могут управлять не всей хозяйственной деятельностью АО, а лишь попытаться избежать самых грубых нарушений их иму-

очень много нарушений норм Закона, регулирующего процедуру проведения общего собрания АО. Так, только по данным ЦККФРЦБ РУз за 2002–2003гг. было выявлено: случаев не соблюдения периодичности проведения ОСА в целом по Узбекистану – 91, отсутствия доверенности для участия на ОСА – 164, отсутствия бюллетеней для голосования – 215, несоблюдения кворума собрания – 33, неопубликования в СМИ объявлений о проведении ОСА и годовых отчетов АО – 262, нарушений в ведении реестра акционеров (что чревато их фактическим отстранением от участия в ОСА, а также невыплатой им дивидендов и т.д.) – 250 и т.д. (См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – Приложение 8). Уже отсюда очевидно, насколько часто нарушаются на практике четко предусмотренные Законом права акционеров в АО Узбекистана, хотя бы только по вопросам, связанным с проведением ОСА.

²⁵³ См.: ч.ч.16,17 ст.65 Закона.

щественных интересов. Отсюда же мы считаем и нелогичным отнесение некоторыми авторами управленческих прав акционеров к неимущественным правам²⁵⁴.

Вместе с тем надо отметить, что в Законе РУз такие ограничения полномочий общего собрания АО, какие представлены в ст.ст. 48 и 69 ФЗ РФ²⁵⁵, – не предусмотрены, что на практике может привести к необоснованным попыткам вмешательства акционеров (или групп акционеров) в текущую деятельность исполнительных органов, что может парализовать их работу, а вместе с тем нанести ущерб и АО, и интересам других акционеров. Данные ограничения, казалось бы, можно было бы предусмотреть в уставе АО. Но устав может изменяться по решению общего собрания АО (согласно ч.1 ст.65 Закона). Поэтому мы полагаем целесообразным предусмотреть эту норму непосредственно в Законе.

На наш взгляд, заслуживает внимания еще один момент, связанный с проведением общих собраний АО. Ст.64 Закона содержит ч.5, которая предусматривает необходимость установления наблюдательным советом общества даты и порядка проведения общего собрания, порядка сообщения акционерам о его проведении и перечня предоставляемых акционерам материалов (информации). А ст.72 этого Закона, регламентируя довольно подробно порядок проведения внеочередного ОСА, не содержит указанных выше положений.

Это обстоятельство вызывает на практике известные коллизии. Так, группа акционеров ОАО "Кимёкишлокмаш" владевших 0,1% акций этого ОАО, обратилось в апреле 2003г. в Мирабадский межрайонный суд по гражданским делам г.Ташкента с иском, в котором потребовала отмены решения внеочередно-

²⁵⁴ См.: Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997. – С. 30. Е.В. Пестерева назвала эти права неимущественными, но не имеющими личный характер в силу передаваемости этих прав. См.: Белов В.А., Пестерева Е.В. Хозяйственные общества. – М.: АО "Центр ЮрИнфоР", 2002. – С.65.

²⁵⁵ В ч.3 ст.48 ФЗ РФ говорится, что "общее собрание акционеров не вправе рассматривать и принимать решения по вопросам, не отнесенным к его компетенции настоящим Федеральным Законом". А в ч.1 ст.49 указывается, что "руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или коллегиальным исполнительным органом общества/правлением, дирекцией".

го ОСА ОАО "Кимёкишлокмаш" от 14.02.2003г. о реорганизации этого ОАО путем его присоединения к ОАО "Агрегатный завод". Свой иск они аргументировали тем, что указанное собрание следует считать незаконным, ибо они не были надлежащим образом осведомлены о дне его проведения и потому не смогли участвовать в нем. Мирабадский межрайсуд их иск отклонил, а затем судебная коллегия Ташгорсуда по гражданским делам отказала в удовлетворении их апелляции по данному делу. При этом было указано, что в своих претензиях эта группа акционеров опирается на нормы ч.5 ст.64 Закона безосновательно, поскольку эта статья регламентирует проведение очередных общих собраний, а порядок проведения внеочередных общих собраний АО регулирует ст.72 данного Закона, которая упомянутых выше правил ч.5 ст.64 не содержит.

На наш взгляд, это – пробел в ст.72 Закона, который следует устранить, поскольку внеочередные ОСА, как это видно уже из приведенного примера, могут решать очень важные для акционеров и АО в целом вопросы, в том числе о реорганизации АО, его присоединению к другому обществу и т.п. Следовательно, и в этих случаях акционеры должны быть уверены в защищенности их прав²⁵⁶.

Возьмем другое фундаментальное право акционеров – право на информацию о деятельности АО. Согласно ст.105 Закона, "общество обязано вести бухгалтерский учет и предоставлять финансовую отчетность в порядке, установленном законодательством". Далее в ст.107 Закона указывается, что общество обеспечивает акционерам доступ к документам, предусмотренным ч.1 ст.106 этого Закона, в число которых входят документы, подтверждающие права общества на имущество, находящееся на его балансе, положение о филиале или представительстве общества, годовой финансовый отчет, протоколы общих собраний акционеров, заседаний наблюдательного совета, ревизионной комиссии и др., но за исключением документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа общества. Недоступность по-

²⁵⁶ См. текущий архив Ташкентского городского суда за 2003г.

следних документов объясняется, в первую очередь, тем, что они часто содержат ценную коммерческую информацию, являющуюся тайной для конкурентов АО²⁵⁷. Доступность подобной информации акционерам означала бы ее доступность широкой публике. Достаточно было бы приобрести хотя бы одну акцию АО со стороны конкурента, который, автоматически становясь акционером, получал бы доступ к этой информации, что могло нанести ущерб всем другим акционерам и АО в целом. Следовательно, акционеры имеют ограниченный доступ к информации даже о хозяйственной деятельности общества, что говорит об ограниченности их влияния на деятельность АО²⁵⁸.

В результате законно возникает вопрос – кто же тогда выступает от имени АО, если не сами акционеры? В узбекской системе корпоративного управления наблюдательный совет АО тоже выполняет подобную роль в ограниченной мере. Например, как видно из ст.82 Закона, наблюдательный совет общества осуществляет руководство деятельностью АО по всем вопросам, отнесенным Законом к его компетенции. В отличие от совета директоров в англо-американской системе, данный орган скорее выполняет роль представительного органа акционеров²⁵⁹, и, таким образом, его роль уподобляется наблюдателю акционеров за деятельностью АО. Если же обратиться к ч.6 ст.86 Закона, то здесь указывается, что "единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) без доверенности действует от имени общества, в том числе пред-

²⁵⁷ См.: Daniel R. Fischel. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities // Bus. Law. – 1982. – №38. – P.1.

²⁵⁸ В этой связи, на наш взгляд, небезынтересно привести следующие факты. Только за 2002–2003гг., по данным одного лишь ЦККФРЦБ РУз, в целом по АО Узбекистана было выявлено: случаев неопубликования проспектов эмиссии акций – 333, непредоставления годовых отчетов АО даже органам надзора – 52, неопубликования в СМИ информации о выплате дивидендов акционерам – 273 и т.д. (См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – Приложение 8). А в 232 (из 4116) АО республики по итогам их деятельности в 2003г. вообще не было проведено ОСА. (См. там же. – С.10). О какой же степени "информированности" акционеров может идти речь в подобных случаях?

²⁵⁹ См.: Macey Jonathan R. Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective // J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.200–204; Faith Stevelman. Kahn Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy // UCLA L. Rev. – 1997. – №44. – P.579, 605–609.

ставляет его интересы, совершает сделки от имени общества, утверждает штаты, издает приказы и дает указания, обязательные для исполнения всеми работниками общества". Таким образом, руководя текущей хозяйственной деятельностью АО и имея право выступать от имени АО без какой-либо доверенности, исполнительный орган оказывается фактически руководящим органом АО. Такой исполнительный орган в большинстве стран часто называют просто менеджментом.

Поскольку эффективность АО зависит в основном от менеджеров, то отсюда можно определить логику построения системы корпоративного права. К примеру, если взять только структуру органов АО, то можно определить, что общее собрание акционеров созывается для решения фундаментальных вопросов, принятие решений по которым нежелательно было бы доверить менеджерам, а с другой стороны, общее собрание играет также роль своеобразного наблюдателя, принимая отчеты о деятельности управляющих. Однако созыв общего собрания акционеров, при высокой распыленности акционерного владения, является делом очень сложным, требующим длительного времени для своего осуществления. Поэтому наблюдательный совет выполняет роль постоянного представительного органа АО и служит своеобразным эквивалентом общего собрания, действующим постоянно²⁶⁰. Ревизионную комиссию можно приблизительно охарактеризовать как орган, действующий параллельно наблюдательному совету, но наблюдающий за деятельностью общества посредством финансового мониторинга.

Отсюда можно сделать вывод, что управленческие права акционеров, хотя они дают акционерам возможность определения воли АО, на деле не являются управленческими, как, например, в хозяйственном товариществе или кооперативе. Управленческие права акционеров в действительности являются производными от прав на получение дивидендов, которые в иерархии прав акционеров занимают центральное место.

Подобная структура, конечно, не случайна и возникла в ре-

²⁶⁰ См.: E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.

зультате объективной необходимости регулирования деятельности АО. Как указывает Е.А.Суханов, "будучи рассчитанной на весьма широкий круг участников, она (акционерная форма) имеет реальный контроль за деятельностью исполнительных органов общества (директоров, управляющих), предоставляя последним широчайшие, иногда, по сути, бесконтрольные возможности распоряжения громадным чужим капиталом. Ведь рядовые акционеры обычно заинтересованы только в получении дивиденда и нередко даже не стремятся участвовать в управлении обществом, в том числе в работе общих собраний, не будучи знакомы с предпринимательской деятельностью. Поэтому одной из важнейших задач акционерного законодательства наряду с защитой интересов возможных кредиторов общества становится защита интересов акционеров"²⁶¹.

За рубежом подобная проблема обеспечения прав акционеров определяется специалистами как агентская проблема или концепция разделения владения и управления²⁶², которая требует особого анализа.

2.3. Агентская проблема

На протяжении всего XXв. в зарубежной литературе выступает в качестве фундаментальной теории "агентская проблема", или концепция разделения владения и управления. Этот феномен относится к сфере, связанной с публичным предпринимательским интересом, т.е. АО²⁶³. Данное понятие было впервые введено в академический оборот Берлом и Минсом в 1932г. Они утверждали, что акционеры являются реальными собственниками имущества АО, но наемные менеджеры управляют этим имуществом, а в результате, по их мнению,

²⁶¹ См.: Гражданское право.– С.231.

²⁶² См.: Williamson Oliver E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes // Journal of Economic Literature. – 1981. – №19. – P.1537–1568.

²⁶³ См.: Himmelberg Charles P., Glenn Hubbard R. and Inessa Love. Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital. – Mimeo: Columbia University, 2001.

происходит разделение владения и управления²⁶⁴, и акционеры (остаточные требователи) фактически обладают незначительным или непрямым контролем над принятием решений со стороны исполнительных органов корпорации²⁶⁵.

Однако концепция разделения владения и управления вызвала беспокойство уже со времен Адама Смита. Еще в 1776г. в своей работе "Достояние наций" А.Смит, рассуждая об акционерных обществах, писал, что от директоров таких компаний, которые являются управляющими чужих вещей, нельзя ожидать того, что они будут следить за этими вещами с той же бдительностью, с которой партнеры в частном товариществе часто следят за собственными²⁶⁶. Подобно слугам богатого человека, они склонны уделять незначительное внимание интересам их хозяина и с легкостью позволяют себе действовать в своих собственных интересах. Поэтому небрежность всегда преобладает в управлении делами такой компании, а потому компании акционерного капитала во внешней торговле редко способны обеспечить надлежащую конкуренцию в отношении частных предприятий²⁶⁷.

В условиях разделения владения и управления владелец/менеджер обладает двумя основными признаками. Владелец/менеджер, во-первых, принимает решения по управлению компании, а во-вторых, имеет право требования на прибыль компании²⁶⁸. В большой публично-владеемой корпорации акционеры имеют остаточные требования, но лишены достаточно прямого контроля над принятием управленческих решений. Соответственно, менеджеры в корпорации имеют контроль, но об-

²⁶⁴ См.: Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. – NY: Macmillan, 1932.

²⁶⁵ См.: Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness. *The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties* // *J.L.&Com.* – 1991. – №10. – P.187, 205.

²⁶⁶ См.: Frankforter S.A., Berman S.L. and Jones T.M. *Boards of Directors and Shark Repellents: Assessing the Value of an Agency Theory Perspective* // *Journal of Management Studies*. – 2000. – №37(3). – P.321–348.

²⁶⁷ См.: Adam Smith. *The Wealth of Nations*. Book 5. Chapter 1. Part 3. Art. 1. – 1776.

²⁶⁸ См.: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. *Corporate Control Transactions* // *Yale L.J.* – 1982. – №91. – P.698, 710.

ладают относительно меньшими остаточными требованиями²⁶⁹.

Недостаток контроля (коллективных действий или координации) со стороны акционеров приводит к появлению проблемы свободного хищения (*free-rider*)²⁷⁰. Акционеры в публично-владеемой корпорации ограничены в юридических правах по управлению корпорацией. Они не имеют права участвовать в повседневном управлении корпорацией, не способны определять предпринимательскую политику. И хотя акционеры имеют право выбирать директоров, управляющие контролируют механизм голосования. Например, в США менеджмент имеет возможности оказывать значительное влияние на позиции акционеров²⁷¹. Несмотря на это, голосование могло бы стать эффективным инструментом контроля, если бы отсутствовали проблемы коллективного действия акционеров²⁷². Последние серьезно ослабляют, а во многих случаях – исключают голосование в качестве эффективного механизма контроля. Решив уволить действующий в корпорации управленческий состав, акционер неизбежно столкнется с существенными затратами, причем реальный материальный выигрыш его будет незначительным по сравнению с его затратами на обеспечение эффективного управления компанией²⁷³.

Хорошее объяснение возникновению корпоративных проблем дает теория фирмы в ее последующих проявлениях, как теория неполных контрактов и агентская теория. На наш взгляд, теория фирмы по сути стала логическим продолжением изучения концепции разделения владения и управления. При этом основное внимание в данной теории концентрируется на деятельности корпораций, и в основе ее лежит понимание корпорации как договора между акционерами и управляющими,

²⁶⁹ См.: Fama E. and Jensen M. Separation of Ownership and Control // *The Journal of Law and Economics*. – June, 1983. – XXVI. – P.301–350.

²⁷⁰ См.: E. Norman Veasey. The Defining Tension in Corporate Governance in America // *The Business Lawyer*. – 1997. – №52. – P.393, 401.

²⁷¹ См.: Ralph K Winter Jr. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation // *Journal of Legal Studies*. – 1977. – №6. – P.251.

²⁷² См.: Laura Lin. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence // *N.W.U.L. Rev.* – 1996. – №90. – P.898, 914.

²⁷³ См.: Jay W. Lorsch & Elizabeth Maciver. Pawn or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. – 1989. – P.17–18.

или, говоря языком теории фирмы, как связки договоров²⁷⁴. Как отмечает Л.Корнхаузер, "термин связка контрактов стал революционным лозунгом, который трансформировал не только понимание права, но и само право"²⁷⁵.

Анализ показывает, что при изучении почти всех проблем правового регулирования деятельности корпораций за методологическую основу также были приняты фундаментальные концепции теории фирмы, дающей объяснение некоторых сложных вопросов деятельности корпораций. С помощью этой теории были рассмотрены многие проблемы организации деятельности внутри корпорации, в том числе проблемы взаимоотношений между акционерами и менеджерами, а также между акционерами, в результате чего в корпоративной правовой науке возникло понятие "агентская проблема".

Эта концепция впервые была освещена в работах такого известного ученого, как Рональд Коуз²⁷⁶, но только в 70-х годах XXв. она нашла практическое применение в изучении деятельности корпораций, предпринятом О.Вильямсоном²⁷⁷. Развитие ее стимулировало изучение таких правовых теорий, как право собственности в корпоративном аспекте, информация и неопределенность, что в конечном итоге привело к наиболее полному пониманию сущности таких экономических организаций, как корпорации.

Далее, теория фирмы была в целом развита в двух направлениях, как теория принципал – агент и теория неполных контрактов. Исторически теория принципал – агент, или, другими словами, агентская теория, возникла из более ранних дебатов об отношениях акционер – менеджер²⁷⁸. Продолжая выводы Берла и Минса о том, что владение американских АО отделено от менеджмента, менеджералистические теории мо-

²⁷⁴ См.: Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol. 88. – №2. – P.288–307.

²⁷⁵ См.: Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1449–1458.

²⁷⁶ См.: Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386–405.

²⁷⁷ См.: Williamson Oliver E. Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations // Journal of Law and Economics. – 1979. – №22. – P.233–261.

²⁷⁸ См.: Berle A. and Means G. Op. cit.

делировали поведение фирмы как максимизацию менеджерских целей (размер и рост АО) за счет ограничения прибыли²⁷⁹.

В течение 70-х годов XXв., наконец, официально возникает агентская теория (Росс явился ее ранним разработчиком)²⁸⁰. В ее парадигматической версии она рассматривает отношения между принципалом (собственник) и агентом (менеджер), который работает на основе четко определенного задания. При этом агентская теория исследует, как могут быть составлены контракты и обеспечены стимулы для управляющих, чтобы мотивировать действия менеджеров для достижения соответствующей цели. Она пытается объяснить главные факторы, которые надо учесть в создании контрактов, стимулирующих менеджеров.

Агентская теория основана на мнении, что индивидуальные экономические агенты выбирают такие действия, которые максимизируют их личную выгоду. В пределах современной корпорации часто существует разделение между индивидуумами, принимающими корпоративные решения (менеджеры), и индивидуумами, испытывающими материальные последствия этих решений (акционеры). При этом между ними возникает возможность конфликта интересов²⁸¹. Дженсен и Меклинг утверждают, что ценность АО увеличивается вместе с концентрацией владения, тогда как изменение структуры владения сближает интересы акционеров и менеджеров²⁸². Другими словами, если затраты, понесенные при увеличении концентрации владения, окажутся меньшими, чем выгоды, полученные от сокращения агентских затрат, это побудит некоторых акционеров приобрести сконцентрированное владение в АО. При этом Дженсен и Меклинг определяют агентские затраты как сумму контролирующих расходов, понесенных принципалом, агент-

²⁷⁹ См.: Williamson Oliver E. Managerial Discretion and Business Behavior // American Economic Review. – 1963. – №53. – P.1032–1057.

²⁸⁰ См.: Macey Jonathan R. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson Law Review. – 1991. – №21. – P.23 ff.

²⁸¹ См.: Jensen Michael C. and Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – October, 1976. – Vol.3. – №3. – P.305–360.

²⁸² Idem.

ские расходы обеспечения и остаточной потери. Базовым выводом является то, что между двумя сторонами существует определенная информационная асимметрия, а в результате принципал не может напрямую контролировать деятельность агента, или же, в другом случае, агент знает некоторые аспекты ситуации, которые неизвестны принципалу²⁸³.

Поэтому в литературе по агентской теории делается различие между моделями "скрытого действия" и "скрытой информации"²⁸⁴. Конечно, принципал может оценивать качество действий агента, исходя из результатов его деятельности. Но в условиях неопределенности результаты не являются идеальным показателем производительности агентов. Решением проблемы мог бы быть контракт, который позволял бы агентам обеспечить принципалам фиксированную сумму денег и самим быть вознагражденными по остатку²⁸⁵. Возможны и другие решения проблемы, но они являются затратными. Предполагается, что агенты могут быть дисциплинированными (т.е. вынуждены работать эффективно) в силу угрозы поглощений²⁸⁶, конкуренции товарного рынка, долгового давления, конкурирующего рынка менеджерского труда²⁸⁷.

Согласно теории неполных контрактов, не все обстоятельства могут быть предвидены в контракте. С точки зрения О.Харта и Ж.Мура, сущность корпорации составляет трудовой договор, и власть, применяемая в ней, является результатом неполных контрактов. Это объясняется тем, что, во-первых, составление полного контракта слишком затратно либо вообще невозможно, а во-вторых, власть существует в целях адапта-

²⁸³ Idem.

²⁸⁴ См.: John Farrar. Globalisation, the New Financial Architecture and Effective Corporate Governance // Corporate Governance in Australia and New Zealand. – 2001. – Chapter 34. – P.429.

²⁸⁵ См.: Hart O. Firms, Contracts and Financial Structure. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – P.152.

²⁸⁶ См.: Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №73. – P.110–120.

²⁸⁷ См.: Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol.2. – №88. – P.288–307.

ции к непредвиденным обстоятельствам²⁸⁸.

При этом как теория неполных контрактов, так и агентская теория имеют единую цель – это интерпретация агентской проблемы. Сущность ее, как указывалось, заключается в разделении финансов и управления, или, говоря более стандартным языком, – разделении владения и управления. Предприниматель или менеджер получает финансирование от инвесторов либо для того, чтобы вложить их в развитие производства, либо чтобы получить обратно, в форме наличности, свои вклады в АО. Инвесторам требуются специализированные знания и опыт менеджера для получения прибыли по своим вкладам. Менеджер, в свою очередь, нуждается в финансовых вливаниях инвесторов, поскольку он сам не обладает достаточным капиталом. Но как инвесторы могут быть убеждены в том, что, инвестировав свои ресурсы, они получают затем нечто большее, чем просто бумагу, без стоимости и цены, от управляющих (менеджеров)? В этом контексте агентская проблема состоит в возможности обеспечения того, чтобы их ресурсы не были экспроприированы (присвоены) или растрочены на бесперспективные проекты.

В основном инвесторы и управляющий заключают контракт, который определяет, что делает управляющий с фондами и как прибыль будет делиться между ним и инвесторами. В идеале представляется, что заключенный контракт будет полным и всесторонним и даст надлежащий эффект. Однако невозможно предвидеть все события, которые могут иметь место в будущем, и, соответственно, составить такой полный контракт (так наз. теория неполных контрактов)²⁸⁹. Проблема не решается, даже если управляющий имеет намерение получить как можно большие средства и прилагает огромные усилия для составления полного контракта. Поэтому при составлении контрактов инвестор и управляющий должны определить остаточные права на контроль или, другими словами, – права на принятие со-

²⁸⁸ См.: Hart O. and Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation // *Econometrica*. – 1988. – №56. – P.755–786.

²⁸⁹ См.: Bolton P. and Whinston M. Incomplete Contracts, Vertical Integration, and Supply Assurance // *Review of Economic Studies*. – 1993. – №60. – P.121–148.

ответствующих решений, необходимых в случаях, не предусмотренных контрактом²⁹⁰. Теория владения дает ответ на вопрос, как остаточные права на контроль можно распределять наиболее эффективно. В общем случае возможно составление такого контракта, в котором инвесторы предоставляют управляющему ресурсы при условии, что они будут обладать всеми остаточными правами контроля, и если случится нечто неожиданное и непредусмотренное в контракте, они будут принимать адекватные решения²⁹¹. Однако на практике такое положение далеко не всегда срабатывает, поскольку инвесторы недостаточно квалифицированы или не имеют достаточной информации для принятия нужного решения, поскольку именно управляющий обладает ею сперва. В результате управляющий остается с достаточно большими остаточными правами управления, а потому может распределять ресурсы по своему усмотрению. Хотя контракты могут налагать ограничения на такие полномочия, и в большинстве своем корпоративное управление решает этот вопрос, тем не менее в действительности управляющие обладают большими правами на управление.

На практике ситуация может быть еще более сложной. Во-первых, контракты, заключаемые управляющими и инвесторами, требуют адекватного толкования в случае обеспечения их исполнения судами²⁹². Во-вторых, если корпорации потребуются ресурсы со стороны многих инвесторов, эти инвесторы могут быть в основном плохо информированными для принятия должного решения по управлению компанией. Так что у менеджеров оказывается довольно значительный объем прав для свободного использования вложенных ресурсов, и они мо-

²⁹⁰ См.: Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119; Grossman S., Hart O. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P.691.

²⁹¹ См.: Michael Klausner. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts // Virginia Law Review. – 1995. – №81. – P.757–852.

²⁹² Например, в США, где роль судов наиболее значима, так наз. правило "деловой оценки" не дает оснований суду вмешиваться во внутренние отношения компании. См.: Schleifer A. A Survey of Corporate Governance // Journal of Political Economics. – 1998. – №56. – P.216, 224.

гут экспроприировать эти ресурсы. В больших схемах финансовых пирамид организаторы исчезали после получения денег²⁹³. Причем присвоение ресурсов управляющими может принять более призрачные формы, чем просто изъятие денег, например – увод активов с помощью ценовых различий²⁹⁴.

Управляющие могут, скажем, создать независимую компанию, которой они владеют самостоятельно, и продавать ей продукцию основной компании, которой они руководят по контракту, по заведомо заниженным ценам (по законодательству РУз это – сделки с заинтересованностью)²⁹⁵.

Все это обозначает остроту агентской проблемы, которая проявляется во многих странах, даже там, где правовая система достаточно хорошо защищает интересы инвесторов. Наглядным примером служит скандал с энергетической корпорацией "ENRON", которая стала банкротом именно в связи с неадекватным управлением и присвоением средств компании со стороны управляющих²⁹⁶.

И, наконец, самой острой проблемой нам представляется то, что управляющие могут присваивать ресурсы акционеров путем усиления своих позиций, даже продолжая работать в компании, тем более если они не имеют необходимых качеств для управления компанией²⁹⁷. Как отмечают Йенсен и Рубек, плохие управляющие являются "наиболее дорогостоящим сви-

²⁹³ Например, в России такой общеизвестной пирамидой была структура "MMM" или корпорация "Голден-АДА", в которой организаторы лишили денег многие миллионы вкладчиков.

²⁹⁴ Такое случается, когда товары от поставщиков приобретаются по заведомо завышенным ценам, и соответственно управляющий получает так наз. "откаты" от поставщиков, с которыми были заключены контракты.

²⁹⁵ В российской нефтяной индустрии такие продажи нефти АО управляющими были достаточно частым явлением. Более печальной альтернативой является продажа активов основной компании по заниженным ценам той компании, которая находится под владением управляющего.

²⁹⁶ В другом случае В. Познер (президент) получил в 1985г. зарплату в размере 8 млн. долл. США от DWG (публичной компании), которой он управлял, тогда как она не получала доход (New York Times. – 23 June 1986).

²⁹⁷ См.: Shleifer A., Vishny R. Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments // Journal of Financial Economics. – 1989. – №25. – P.123–140.

детельством" агентской проблемы²⁹⁸.

Действия управляющих, будь то в форме присвоения вложений инвесторов или нерационального распределения фондов компании, сокращают объем ресурсов, находимых для финансирования деятельности компании²⁹⁹, и наносят прямой ущерб инвесторам, акционерам. И даже всякого рода ограничения для управляющих не дают зачастую ожидаемого результата³⁰⁰.

Таким образом, реальное состояние акционерного общества, его экономическое положение во многом зависят от профессионализма и добросовестности управленческого персонала АО. И если, например, в Узбекистане только за 1995–1999гг. оказались экономически несостоятельными и судебными решениями были признаны банкротами 1702 хозяйственных субъекта³⁰¹, то во многом это, безусловно, было связано с крупными недостатками в деятельности их управленческого персонала.

Поэтому во многих АО приходится принимать действенные меры к совершенствованию управления ими. Так, только в 2003г. в 3368 АО РУз было заменено 11437 членов наблюдательных советов; в 3845 АО пересмотрены составы исполнительных органов и были расторгнуты трудовые контракты с руководителями 495 АО, а в 2319 АО были переизбраны 6305 членов их ревизионных комиссий³⁰².

К работникам управленческого аппарата АО, согласно действующему законодательству РУз принимаются меры дисциплинарной, административной, а в необходимых случаях – и уголовной ответственности, с привлечением к участию в деле прокурора, на что еще раз обратил внимание Указ Президента РУз от 04.03.1998г. "Об усилении ответственности должностных лиц за экономическую несостоятельность хозяйствующих субъектов и исполнение договорных обязательств". Пленум

²⁹⁸ См.: Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1988. – №11. – P.5–50.

²⁹⁹ См.: Grossman S., Hart O. The Costs and Benefits of Ownership. – 1986. – P.652.

³⁰⁰ См.: Shleifer A. A Survey of Corporate Governance. – 1989. – P.10.

³⁰¹ См.: Сборник постановлений Пленума и Президиума Высшего Хозяйственного Суда Республики Узбекистан. – Т.: Адолат, 2001. – С.632.

³⁰² Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – С.11.

ВХС РУз в постановлении №72 от 09.04.1998г. потребовал от хозяйственных судов неукоснительного применения этих норм, особо отметив при этом, что должностные лица обязаны возмещать причиненный ими вред за счет собственных средств³⁰³.

Вместе с тем, однако, надо отметить, что систематизация корпоративного права как отношений между акционерами и управляющими компании отрицательно воспринимается со стороны некоторых ученых, потому, что она не вполне совпадает с проблемами корпоративного права стран Европы, Латинской Америки и других стран³⁰⁴, где основные проблемы корпоративного права проистекают из отношений между крупными (контролирующими) акционерами и меньшинством акционеров³⁰⁵, указывая, что там владение акциями, в отличие от англо-американских стран, нераспыленно, т.е. сконцентрировано в руках небольшой группы акционеров. К числу подобных стран относится и Узбекистан. Если в США больше половины населения являются акционерами, то, например, в Германии акционером является только каждый пятый житель³⁰⁶. Исходя из этого, в литературе системы корпоративного управления подразделяют на менеджерски доминируемую и доминируемую со стороны контролирующих акционеров. В странах с доминирующими акционерами возникает другая проблема – как защитить меньшинство акционеров от экспроприации большинством акционеров, которые приобретают на АО абсолютный контроль, имея большие пакеты акций. Приобретение крупного пакета акций означает, что, во-первых, крупный акционер обретает ряд полномочий, для осуществления которых он не нуждается в помощи других акционеров (например, созыв внеочередного собрания, для осуществления чего требуется объединение голосов определенного количества акций), а, во-вторых,

³⁰³ См.: Сборник постановлений Пленума и Президиума Высшего Хозяйственного Суда... – С.607–609.

³⁰⁴ См.: Frydman, R., Phelps E.S., Raczynski A. and Schleifer A. Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe // Economics of Transition. – 1993. – №1(2). – P.171–207.

³⁰⁵ См.: Barca F. and Becht M. The Control of Corporate Europe. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.85.

³⁰⁶ См.: New York Times. – 29 September 2002. – P.WK 4.

при этом меньшинство акционеров лишаются такого важного средства самозащиты, как право голоса.

Однако сравнительное исследование двух систем показывает, что концентрация владения является результатом малой защищенности акционеров от экспроприации со стороны менеджеров³⁰⁷, в результате чего, по мнению авторов, акционеры стремятся приобрести контроль над корпорацией, в том числе над ее менеджерами и, таким образом, решают проблему коллективного действия акционеров против управляющих компании³⁰⁸.

Подобное положение непосредственно отразилось в англо-американском корпоративном праве, в процессе эволюции которого возник основной принцип корпоративного права – "фидуциарная обязанность" (fiduciary duty)³⁰⁹. Именно благодаря этому принципу до настоящего времени американская система корпоративного права зарекомендовала себя в качестве самой эффективной. Эта обязанность была названа фидуциарной, так как акционерные отношения в этом случае представляются как отношения между фидуциаром (доверительным управляющим или агентом) и собственником имущества, которыми выступают все акционеры вместе³¹⁰. В целом данный принцип реально отразил в себе агентскую проблему. Принцип фидуциарной обязанности является одним из множества обязанностей и стандартов корпоративного регулирования, формировавшихся в течение длительного времени со стороны прецедентного права. Он выступает базовой концепцией англо-американского

³⁰⁷ К примеру, Дженсен и Меклинг утверждают, что ценность фирмы увеличивается вместе с концентрацией владения, тогда как изменение структуры владения сближает интересы акционеров и менеджеров. В данном случае это объясняет цели концентрирования владения, когда распыленное владение неэффективно. См.: Jensen M.C. and Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – Vol.3. – October, 1976. – P.67.

³⁰⁸ См.: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. – 1999. – №54. – P.471–517.

³⁰⁹ Значение данного термина в электронном словаре (системе) ABBYY Lingvo 7.0 определяется как "обязанность агента действовать честно и грамотно в интересах заказчика".

³¹⁰ См.: Jonathan Macey. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson L. Rev. – 1991. – №21. – P.23.

корпоративного права при определении прав и обязанностей директоров и менеджеров в отношении акционеров, а также доминирующих акционеров в отношении миноритариев³¹¹. Как указывает Лари Е. Рибстейн, "так как контракт между акционерами и менеджерами является неполным, фидуциарная обязанность является правилом по регулированию поведения менеджмента, полномочия которого почти неограниченны"³¹².

Поскольку данный институт был создан судами и отражен во множестве судебных прецедентов, трудно дать точное его определение, не обратившись к огромной части прецедентного права³¹³. Как видно из большинства казусов, фидуциарная обязанность – это определенный тип договаривания, применяющийся при отсутствии какого-либо фактически договоренной нормы по какому-либо вопросу, т.е., когда контракты являются неполными³¹⁴ и не могут урегулировать вновь возникшие обстоятельства³¹⁵. При этом договаривающимися сторонами выступают собственник имущества, который передает свое имущество в свободное управление менеджменту, который является второй стороной³¹⁶. Именно благодаря тому, что он заполняет пробелы своей предназначенностью, этот принцип составляет институт англосаксонского корпоративного права, который имеет большую гибкость в отношении социально-правовых изменений в процессе регулирования корпоративного права благодаря своей прецедентной абстрактности. Значение данного принципа заключалось в том, что независимо от изменения со временем природы корпорации, он оставался неизменным и при этом служил для судов ориентиром для принятия

³¹¹ См.: D. Gordon Smith. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty // *Vand. L. Rev.* – 2002. – №55. – P.1399.

³¹² См.: Larry E. Ribstein. The Structure of the Fiduciary Relationship // *Midwest Law & Economics Association 2003 annual meeting.* – 23 November 2003.

³¹³ См.: Melvin A. Eisenberg. Corporate Law and Social Norms // *Colum. L. Rev.* – 1999. – №99. – P.1253.

³¹⁴ Можно заметить, что подобное свойство принципа фидуциарной обязанности дает объяснение второму направлению теории фирмы, как "неполные контракты".

³¹⁵ См.: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: its Economic Character and Legal Consequences // *N.Y.U. L. Rev.* – 1991. – №66. – P.1045.

³¹⁶ См.: D. Gordon Smith. *Op. cit.* – P.1399.

правильных решений³¹⁷. Как отмечал Р.Кларк, "эта обязанность верности является остаточной концепцией, которая может включать ситуации, которые никто не мог предвидеть"³¹⁸.

При этом суть фидуциарной ответственности объясняется двумя основными принципами – это принцип обязанности заботы и принцип обязанности верности³¹⁹. Принцип верности закрепляет обязанность корпоративных менеджеров быть честными в отношении корпорации и акционеров, т.е. не злоупотреблять своим положением в собственных материальных и моральных интересах. А принцип заботы означает, что менеджеры не должны относиться к интересам корпорации и акционеров пренебрежительно, а стремиться оптимально повышать их благосостояние³²⁰.

Вот характерный пример. В 1985г. апелляционный суд США Второго округа рассмотрел дело Hanson Trust PLC vs. SCM Corp. При разбирательстве дела было установлено, что Hanson Trust PLC предложил купить все или любой пакет акций корпорации SCM Corp. по цене 60 долл. за акцию. Ответом стало встречное предложение совета директоров SCM и их "белого рыцаря" Merrill Lynch Capital Markets. Hanson увеличил цену предложения до 72 долл. за акцию при условии, что SCM даст согласие не вступать в соглашение, ставящее ее под контроль. Встречное предложение SCM-Merrill увеличило цену до 74 долл. при условии, что SCM оставляет за собой право продажи блокирующего пакета. Hanson отказался от своего предложения из-за возможности продажи этого блокирующего пакета.

Перед судом был поставлен вопрос: можно ли было взять под защиту членов совета директоров компании SCM в соответствии с презумпцией добросовестности³²¹, если они одоб-

³¹⁷ См.: Coffee John C. Jr. The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role // Columbia Law Review. – 1989. – №89. – P.1618–1691.

³¹⁸ См.: Clark Robert Charles. Corporate Law. – Boston, Toronto: Little, Brown & Company, 1986. – P.141.

³¹⁹ См.: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. Op. cit. – P.1045.

³²⁰ См.: Claire Moore Dickerson. From Behind the Looking Glass: Good Faith, Fiduciary Duty and Permitted Harm // Fla. State U. L. Rev. – 1995. – №22. – P.955.

³²¹ Презумпция добросовестности — это судебная доктрина, в соответствии с которой обоснованные решения директоров не подлежат судебному пересмотру.

рили возможность продажи блокирующего пакета? Апелляционный суд Второго округа отклонил возможность такой защиты на основе того, что "недостаточность информации директоров SCM и поспешность их решения заставляют безапелляционно предположить нарушение обязанности соблюдать осторожность"³²². Таким образом, суд, как видим, признал действия директоров компании SCM поспешными и неосторожными, что означает и несоблюдение ими своих фидуциарных обязанностей в отношении акционеров самой SCM, чьи доходы могли бы возрасти в результате совершения указанной сделки, но этого не произошло по вине директоров данной корпорации. Фидуциарность здесь явно не была соблюдена в должной мере, ибо она, в конечном счете, предполагает, что действия руководства компании должны приносить реальную пользу и компании в целом, и ее акционерам, кровно заинтересованным в совершении сделок, выгодных для их компании.

Принцип фидуциарной ответственности по существу закреплен и в законодательстве РУз. Так, ч.3. ст.45 ГК гласит: "Лицо, которое в силу закона или учредительных документов юридического лица выступает от его имени, должно действовать в интересах представляемого им юридического лица добросовестно и разумно. Оно обязано по требованию учредителей (участников, членов) юридического лица, поскольку иное не предусмотрено законом или договором, возместить убытки, причиненные им юридическому лицу"³²³.

Обязанности и ответственность членов наблюдательного совета общества, единоличного исполнительного органа (директора) и (или) членов коллегиального исполнительного органа (правления, дирекции), управляющей организации или управляющего предусмотрены также (в том числе возмещение причиненных убытков) и в Законе "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" (ст.ст. 88, 94 и др.).

³²² Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985). – <http://www.ssrn.com>

³²³ На реализацию этого требования нацелен, в частности, специальный Указ Президента РУз N УП-1938 "Об усилении ответственности должностных лиц за экономическую несостоятельность хозяйствующих субъектов и исполнение договорных обязательств" от 04.03.1998 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

Таким образом, основным вопросом корпоративного права является защита прав акционеров от недобросовестности или безалаберности менеджеров, в результате чего права акционеров могут быть нарушены, в основном, в двух формах: 1) неполучение ими дивидендов, что также влечет за собой обесценивание их акций и фактически означает потерю ими своего имущества, и 2) крах общества, что также делает их инвестиции затраченными впустую. Хищение имущества АО ведет к неэффективной деятельности общества, что, естественно, прямо отражается на благосостоянии акционеров.

ВЫВОДЫ

Из рассмотренного выше материала видно, что многие авторы рассматривают законодательно закрепленные отношения между АО и акционерами в качестве обязательственных. Причиной тому является типичность этих отношений для таких классических институтов гражданского права, как обязательственное право.

Мы пришли к выводу, что ошибкой некоторых ученых при интерпретации этих отношений является непринятие ими во внимание сущностной специфики такого корпоративного субъекта, как АО.

На наш взгляд, следует учитывать имущественный, в конечном счете, характер некоторых видов взаимоотношений между АО и акционерами, включая право на получение информации, право ознакомления с документацией, а также право голоса. Эти права акционеров являются по природе проекцией их основных имущественных прав, как право на получение дивидендов и право на ликвидационный остаток, а потому они, по нашему мнению, также являются по существу имущественными правами акционеров, во всяком случае – нацелены именно на реализацию их имущественных интересов. В этом, собственно, – вся ценность этих прав для акционеров.

Нашим главным аргументом относительно несоответствия этих отношений классическому институту обязательственного права является то, что акционерное общество нельзя причислять к субъектам подобных отношений в случае нарушения прав акционеров, так как возложение на АО ответственности всякого рода, в конечном счете, приводит к нарушению имущественных интересов самих же акционеров.

Следовательно, необходимо дальнейшее глубокое и всестороннее изучение такого феномена, как сущность взаимоотношений между АО и акционерами, с экскурсами в соответствующие нормы законодательства иностранных государств и практики (в том числе судебной) их реализации. При этом следует непременно учитывать специфику корпоративных отно-

шений, как не типичных для такого общеизвестного института гражданского права и классического объекта цивилистики, как обязательственное право.

Далее, рассмотрев сущность корпоративных отношений, мы приходим к выводу о том, что они являются, в первую очередь, отношениями экономическими, ибо цель их – создание определенных материальных благ для такого круга субъектов, как акционеры. Это же означает, что при регулировании корпоративных отношений право неизбежно должно учитывать экономические цели и сущность этих отношений. Экономический анализ правового статуса акционеров показывает, что как абсолютно-правовой, так и корпоративный статус акционеров имеют безусловную взаимосвязь, при чем правовое значение первого зависит от уровня защищенности корпоративных прав. Отсюда, в свою очередь, можно сделать вывод, что в содержание корпоративных отношений частично входят и отношения по обороту ценных бумаг как акций на вторичном фондовом рынке. Это объясняется спецификой природы акций в качестве объекта прав собственности, которая сводится к тому, что, во-первых, материальная ценность данного вида ценных бумаг заранее не определима, а зависит во многом от значения дивидендов, которые являются результатом производительности акционерного общества, а во-вторых, акции, в отличие от других видов ценных бумаг, не содержат права требования заранее определенного денежного значения, и потому в отсутствие дивидендов они теряют всякую материальную ценность, за исключением случаев ликвидации АО, когда акции обретают некую материальную ценность благодаря ликвидационному остатку. Но в процессе нормального функционирования АО имущественные права акционеров сводятся только к праву получения дивиденда. Исходя из этого, можно сделать вывод, что, в конечном счете, единственные имущественные права акционеров, которые можно защитить, – это права на получение дивидендов.

Однако защита таких имущественных прав, как права на дивиденды, является задачей весьма сложной, так как трудно заранее определить конкретное значение дивидендов и, соответственно, меры срабатывания правового механизма защиты.

Из рассмотренного видно, что все остальные права акционеров являются производными от прав на дивиденды. К ним, как правило, в основном относятся управленческие права и права на информацию. Мы считаем, что подобные права акционеров обусловлены, во-первых, имущественной необеспеченностью долей акционеров, а во-вторых, неопределенностью реального значения дивидендов. Поэтому данные права дополняют, подкрепляют права акционеров на дивиденды, предоставляя им средства для самозащиты. И нарушения прав акционеров со стороны крупных акционеров мы считаем производными способами нарушения их прав, являющимися результатом неизбежного ограничения управленческих прав акционеров, прежде всего лишая их такого важного способа самозащиты, как участие в решении некоторых вопросов деятельности АО.

Из рассмотренного материала видно также, что фактическим управляющим акционерным обществом является только исполнительный орган общества, а остальные органы служат лишь средством контроля и обеспечения интересов акционеров. Именно от этого органа АО зависит благосостояние акционеров, за исключением случаев вмешательства других органов АО, что наглядно иллюстрирует такой корпоративно-правовой принцип англо-саксонского права, как принцип фидуциарной обязанности.

Субъектный состав корпоративных отношений составляют акционеры, акционерное общество и управляющий орган АО. При этом потенциальными нарушителями корпоративных прав, как показывает практика, являются, в первую очередь, управляющий орган АО, а также крупные акционеры, при концентрации в их руках значительного контроля над деятельностью АО. Поэтому нелогичным является рассмотрение АО как субъекта ответственности за нарушение корпоративных прав, хотя, выступая в качестве связующего звена между различными участниками корпоративной деятельности, АО формально часто становится ответственным за нарушение этих прав.

Похожего мнения придерживается Н.В.Козлова, указывая, что круг участников корпоративных отношений сводится к

участникам корпорации и управляющим ею³²⁴. При этом она считает, что "права, которые учредители корпорации приобретают по отношению к ней, являются элементом содержания корпоративного правоотношения, а не обязательственными"³²⁵.

Однако, как показывает рассмотренный нами материал, обязательственные отношения все-таки существуют, но их нельзя напрямую интерпретировать с помощью классического обязательственного права, так как в таком случае подвергается экономически нелогичному определению круг этих отношений. По нашему мнению, при нарушении корпоративных прав акционеров, т.е. прав, вытекающих из участия в капитале АО, субъектом исполнения обязательств должны быть конкретные лица, определяющие волю АО, действиями которых были нарушены права акционеров. Примером подобной обязанности может служить норма п.2 ст.105 Закона, указывающая, что "ответственность за организацию, состояние и достоверность бухгалтерского учета в обществе, своевременное представление ежегодного отчета и другой финансовой отчетности в соответствующие органы, а также сведений о деятельности общества, представляемых акционерам, кредиторам и в средства массовой информации, несет исполнительный орган общества". Здесь формально подобная обязанность закреплена за АО, в качестве отдельного субъекта, что, например, предусмотрено и Положением ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг"³²⁶, где субъектом обязанности по раскрытию информации определен сам эмитент, т.е. АО.

В действительности субъектами исполнения обязательств в данном случае выступают лица, определяющие волю АО. Не случайно в англо-американском праве корпоративные отношения рассматриваются в качестве подразумеваемого договора между акционерами и менеджерами, по которому менеджеры

³²⁴ См.: Козлова Н.В. Понятие и сущность юридического лица: очерк истории и теории: Учебное пособие. – М.: "Статус", 2003. – С.244.

³²⁵ Там же. – С.245.

³²⁶ Положение ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг". Утверждено приказом Генерального директора ЦККФРЦБ РУз при ГКИ от 27.03.2002 г. N2002-06, зарегистрированным МЮ РУз 18.04.2002 г. N1127 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

обязуются управлять имуществом акционеров в интересах акционеров. Именно за управляющими компании закреплены обязанности лояльности (верности) и обязанности заботы, что в течение долгого времени проявило себя в качестве эффективной меры в регулировании корпоративных отношений. Подобная же обязанность закреплена за крупными акционерами. А в результате при нарушении основных корпоративных прав ответственность несут те конкретные лица, от которых зависит фактически формирование воли юридического лица, как АО.

Все это говорит о том, что ученые должны еще глубже вникать в сущность корпоративных отношений, особенно проблем взаимоотношения акционеров и менеджмента, крупных акционеров и миноритариев, прежде всего в аспекте создания максимально надежного механизма защиты прав и законных интересов всех акционеров, не забывая, конечно, и об интересах иных участников корпоративной деятельности.

ГЛАВА III ФОРМИРОВАНИЕ ПРАВОВЫХ ОСНОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

3.1. Объективные факторы формирования корпоративного права и защиты прав акционеров: опыт зарубежных стран

Согласно Бернарду Блеку и Рейнеру Крекману, несколько национальных факторов формируют и ограничивают корпоративное право той или иной страны: развитость рынка ценных бумаг и связанных с ним институтов; развитость и надежность правовых институтов; структура владения в публичных компаниях; культурно-моральные ожидания участников корпоративного объединения³²⁷.

Далее они указывают, что корпоративное право в развитых государствах преследует прежде всего экономические цели. С этой точки зрения корпоративное право представляет совокупность правил, которые стимулируют предпринимательские решения и служат росту прибыли, предоставляют менеджерам адекватные полномочия и власть, защищают акционеров от оппортунизма со стороны менеджеров и других корпоративных инсайдеров³²⁸. При выполнении такой цели, как защита прав акционеров, согласно Блеку и Крекману, корпоративное право действует в соответствии с вышеуказанными правилами, и каждое из них взаимно дополняет друг друга.

Действительно, корпоративное право имеет именно экономические цели и связано с регулированием предпринимательской деятельности, что намного осложняет его цели по сравнению с другими отраслями права. Как правило, предпринимательская деятельность в нормальных рыночных условиях всегда связана с неопределенностью. При этом сложность задачи корпоративного права заключается именно в том, что оно име-

³²⁷ См.: Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law // Harvard Law Review. – 1996. – №109. – P.1911–1982.

³²⁸ См.: там же.

ет дело с этой неопределенностью. Например, менеджеры могут повести себя неэффективно, преследуя свои собственные цели, или нелояльно, говоря терминами общего права, когда, используя сверхсложные схемы, как, например, оффшорные компании, могут просто красть средства акционеров. Это возможно из-за высокой сложности организации подобных схем, и часто остается необнаруженным. Именно поэтому, несмотря на стремление многих высокоразвитых государств, таких, как Япония или Германия, они не могут достичь такого уровня применения и формирования корпоративного права, как в США, которые в этом смысле стали "идеалом для подражания", тогда как другим странам не удастся достичь того же уровня, несмотря на относительно высокую развитость их правовых и других социальных институтов. Но даже в США относительно недавнее крушение таких предпринимательских гигантов, как Энрон (Enron) или Уорлдком (Worldcom) и другие, показывает, что, несмотря на высокую гибкость правовой системы и развитого рынка ценных бумаг, и здесь корпоративное право несовершенно и может давать осечки с такими широкомасштабными последствиями.

В первую очередь, нам необходимо определиться с понятием "корпоративное управление", которое мы намерены применить в ходе рассмотрения трактуемого вопроса. В литературе вышеуказанные институты, организующие и регулирующие деятельность корпораций, в совокупности, включая корпоративное право, часто определяют как корпоративное управление. Отсюда можно сделать вывод о том (с учетом мнения Блека и Крекмана), что корпоративное управление влияет на формирование корпоративного права в той или иной стране. Само понятие "корпоративное право" часто интерпретируется по-разному. Данное понятие является относительно новым и возникло в США в конце 70-х годов³²⁹ в связи с громкими скандалами, связанными с крупными американскими корпорациями, которые были ввязаны в секретные политические заговоры и

³²⁹ См.: Luigi Zingales. Corporate Governance. The New Paradigm Dictionary of Economics and the Law. – Boston, 1997. – P.89.

коррупцию³³⁰. В дальнейшем развитие этого понятия в США связано с поглощениями, финансовой реструктуризацией и активизмом институциональных инвесторов³³¹, т.е., другими словами, наиболее привычный для США объем этого понятия, в первую очередь, отражает специфику деятельности и организации американских корпораций.

Анализ имеющейся литературы показывает, что ученые и практики в области корпоративного управления дают рассматриваемому термину широкое разнообразие определений. Экономисты и социологи имеют тенденцию определять его широко, как "институты, которые влияют на то, как предпринимательские корпорации используют ресурсы и отдачу от использования ресурсов"³³², или как "структуры и правила, которые влияют на ожидания окружающих по поводу осуществления управления ресурсом в фирмах"³³³. Один известный экономист написал, что управление – это "установленная структура, в которой обеспечена целостность сделки"³³⁴.

На практике корпоративные менеджеры, инвесторы, политики и юристы склонны использовать более узкое определение. Для них корпоративное управление – это система правил и институтов, которые определяют контроль и управление корпорацией, отношения среди первичных участников корпорации³³⁵. Как сказано ранее, этими первичными участниками корпорации являются акционеры, хотя в некоторых странах (особенно в Европе) значительное внимание уделяется и другим участникам корпорации как ее работникам.

³³⁰ См.: E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.

³³¹ См.: Luigi Zingales. Op. cit. – P. 108.

³³² См.: Mary O'Sullivan. Corporate Governance and Globalization // Annals/AAPSS. – July, 2000. – №570. – P.153–154.

³³³ См.: Building Institutions for Markets: World Bank Development Report. World Bank. – 2002. – P.68.

³³⁴ См.: Oliver E. Williamson. The Mechanisms of Governance. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – P.11.

³³⁵ См.: Porter M. Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry / D. Chew (ed.). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems – A Comparison of the US, Japan and Europe. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P. 48.

В 1992г. в отчете Кэдбури (Великобритания) корпоративное управление определяется как "система, с помощью которой управляется и контролируется предпринимательская деятельность корпораций"³³⁶. Из применения этого определения на практике видно, что это более узкое определение сосредоточивается почти исключительно на процессах принятия решений во внутренней структуре корпорации. Это более узкое определение было "главным" в законодательном и политическом процессе во многих странах. Например, "Принципы корпоративного управления OECD"³³⁷ регулируют только 5 областей корпоративного управления: 1) права акционеров; 2) равное отношение к акционерам; 3) уделение внимания другим участникам деятельности корпорации; 4) раскрытие информации и прозрачность; 5) ответственность совета директоров³³⁸.

В литературе популярной является формулировка Шляйфера и Вишни, которые определяют корпоративное управление как средство "обеспечения того, чтобы поставщики финансов для корпорации могли обеспечить себя отдачей от своих инвестиций"³³⁹. Однако в данном определении круг инвесторов, т.е. тех, кто обеспечивает корпорацию финансовыми средствами, зависит от значения понятия "инвестиции". В наиболее широком финансовом смысле в качестве инвестиций можно понять любые вклады в корпорацию, будь то акционерные или кредитные ресурсы. К примеру, Джон и Сенбет дают следующее определение корпоративному управлению: "корпоративное управление состоит из механизмов, посредством которых участники деятельности корпорации осуществляют контроль над корпоративными инсайдерами и менеджерами от нарушения их интересов"³⁴⁰. В определении же Шляйфера и Вишни

³³⁶ См.: Gugler K. Corporate Governance and Economic Performance. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.391.

³³⁷ См.: Company Law Reform in OECD member- countries // OECD Report. – 2001.

³³⁸ См.: Рахманкулов Х.Р. О принципах корпоративного права // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №1 . – С.9–13.

³³⁹ См.: Shleifer A. and Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – P.737–783.

³⁴⁰ См.: John K. and Senbet L. Corporate Governance and Board Effectiveness // Journal of Banking and Finance. – 1998. – №22. – P.371–403.

под инвесторами понимаются акционеры и кредиторы, в силу материального характера и способа использования их вкладов. В ходе нашей работы под корпоративным управлением мы будем подразумевать средства обеспечения прав и интересов акционеров в наиболее широком смысле, рассматривая все институты корпоративного управления, учитывая их постоянную взаимосвязь и взаимовлияние. В обоснование этого можно привести мнение Блека и Крекмана, которые указывают, что для таких стран с переходной экономикой, как, Узбекистан, корпоративному праву следует уделить наибольшее значение, в силу неразвитости других институтов корпоративного управления. Поэтому, касаясь вопросов формирования корпоративного права в странах мира, необходимо рассмотреть экономические факторы и цели этого формирования.

В классической литературе часто дается более широкий круг институтов корпоративного управления, которые типично разделяют на внутренние и внешние. К внешним институтам относятся недружественные поглощения³⁴¹, конкуренция на рынке товаров³⁴², рынок труда менеджеров и "обоюдный" контроль между менеджерами³⁴³, репутация менеджеров³⁴⁴, аналитики ценных бумаг³⁴⁵, правовая среда в пределах той или иной юрисдикции³⁴⁶. К внутренним механизмам корпоративного управления относятся: крупные и институциональные инвесторы³⁴⁷, совет директоров³⁴⁸, инсайдерское владение³⁴⁹, ис-

³⁴¹ См.: Easterbrook F. and Fischel D. *The Economic Structure of Corporate Law*. – Cambridge: Harvard University Press, 1991. – P.216; Jensen M. *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems* // *Journal of Finance*. – 1993. – №48. – P.831–880.

³⁴² См.: Hart O. *The Market Mechanism as an Incentive Scheme* // *Bell Journal of Economics*. – 1983. – P.42–64.

³⁴³ См.: Fama E. *Agency Problems and the Theory of the Firm* // *Journal of Political Economy*. – 1980. – №88. – P.288–307.

³⁴⁴ *Idem*.

³⁴⁵ См.: Jensen M. and Meckling W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – №3. – P.305–360.

³⁴⁶ См.: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. *Legal Determinants of External Finance* // *Journal of Finance*. – 1997. – №52. – P.1131–1150.

³⁴⁷ См.: Demsetz H. *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm* // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – №26. – P.301–325.

³⁴⁸ См.: Winter R. *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation* // *Journal of Legal Studies*. – 1977. – №6. – P.251–292.

³⁴⁹ См.: Jensen M. and Meckling W. *Op. cit.* – P.305–360.

полнительная компетентность³⁵⁰, дивидендная политика³⁵¹. В полной своей совокупности эти институты корпоративного управления с самого начала его эволюции начали существовать в США и, действуя совместно, способствовали созданию в этой стране наиболее эффективной системы корпоративного управления. Как уже указывалось, само понятие корпоративного управления возникло в США и наличие там этих институтов отразило специфику организации деятельности корпораций в этом государстве³⁵². Хотя сам термин "корпоративное управление" возник только в 70-х годах XXв., но, как показано в предыдущих главах, проблема корпоративного управления рассматривалась уже в начале XXв., во времена Берла и Минса, в их работе "Современная корпорация и частная собственность"³⁵³, где они исследовали растущую концентрацию экономической мощи в современной корпорации и отметили возникновение профессиональных менеджеров, ведущих операционный контроль над большими корпорациями, владея в то же время незначительной или никакой собственностью в корпорации³⁵⁴. Таким образом, резкое разделение владения и управления корпорациями уже в начале XXв. повлияло на дальнейшее формирование корпоративного управления в этом государстве, а также в Великобритании.

В результате резкого разделения владения и управления в корпорациях обеих стран понятие "разделение владения и управления" и понятие "корпорация" стали иметь в американской правовой и экономической литературе синонимичное значение. То же самое отразилось в принципах фидуциарной ответственности, согласно которым, хотя формально менеджеры признавались фидуциарами корпорации и акционеров, практическое применение этих принципов привело к тому, что в ре-

³⁵⁰ См.: Jensen M. and Murphy K. Performance Pay and Top Management Incentives // Journal of Political Economy. – 1990. – №98. – P.225–264.

³⁵¹ См.: Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. – 1984. – №74. – P.650–659.

³⁵² См.: Miller G. Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England / The Sloan Project on Corporate Governance. Corporate Governance Today. – Columbia Law School. – 1998. – P.629–648.

³⁵³ См.: Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – NY: Macmillan, 1932. – P.56.

³⁵⁴ См.: Tirole Jean. Corporate Governance // Econometrica. – 2001. – Vol. 69(1). – P.1–35.

альности менеджеры становились непосредственно и только фидуциарами акционеров. Примером может быть применение производных исков, по которым единственный акционер мог подать иск против менеджера за нарушение им своих обязательств. Но этот иск на то и называется производным, что, когда акционер подавал иск против менеджера, то этот иск формально считался исходящим от имени корпорации, и таким образом, менеджер нес ответственность не перед акционером, подавшим иск, а перед корпорацией. Как видим, в этих фактических взаимоотношениях между акционерами и менеджерами корпорация выступает в качестве формального юридического звена, позволяющего наиболее эффективно координировать эти взаимоотношения. А в результате подобное разделение владения и управления в США и Великобритании отразилось на корпоративном праве, и в целом на всем корпоративном управлении, т.е. в способах защиты прав акционеров в обеих странах.

Это резкое разделение владения и управления непосредственно отразилось на способах защиты прав акционеров. Здесь акционеры, согласно законодательству, осуществляют весьма незначительный контроль над менеджерами, и их основной возможностью самозащиты является право "выйти" из корпорации, продав свои акции. После этого начинают выполнять свою роль такие механизмы корпоративного управления, как поглощения, или рынок труда менеджеров. Здесь большая роль уделяется саморегулятивным институтам, а также государственным органам по регулированию и контролю рынка ценных бумаг.

Резкое разделение владения и управления стало феноменом и в странах Латинской Америки, Японии, Европы³⁵⁵, где акционерное владение значительно сконцентрировано, и фактический контроль над корпорациями осуществляют крупные акционеры, а потому по причине отсутствия проблемы коллективного действия акционеров как в США, в этих странах агентские проблемы между акционерами и менеджерами незначительны.

³⁵⁵ См.: Franks J., Mayer C. Capital Markets and Corporate Control: a Study of France, Germany and the UK // Economic Policy. – 1990. – №10. – P.191–231.

К примеру, в Германии, согласно Гортону и Шмиду, в 1996г. минимум 80% корпораций имели владельца, обладающего как минимум 25% акций, тогда как в США самые крупные пакеты акций составляли в среднем 5–6% акций той или иной американской корпорации³⁵⁶. Согласно Френксу и Майеру³⁵⁷, в Великобритании только в 6% компаниях существуют пакеты более чем 50% акций. При этом в 31% компаний самый крупный пакет акций доходит до 10%. В следующих 30% компаний самые крупные пакеты акций составляют только 5% акций и т.д. Согласно Вад дер Эльсту, в 1997г. более чем 50%-ные блоки акций существуют во Франции у 53% компаний, в Италии – у 65% компаний, в Бельгии – у 42,6% компаний³⁵⁸. Таким образом, в настоящее время фактическое корпоративное управление разделяется на модели: "доминируемую менеджерами", или "аутсайдерскую" (США и Великобритания) и "доминируемую контролирующими акционерами" (Европа, Япония, Латинская Америка)³⁵⁹.

Но в последних странах преимущественное место занимает другой вид агентских проблем – защита прав меньшинства акционеров от владельцев крупных пакетов акций, которые возникли в результате значительной концентрации владения в этих странах³⁶⁰. Как мы уже отмечали, концентрация владения может быть способом защиты прав акционеров. Ведь уставный фонд акционерного общества составляется за счет продажи акций, другими словами, его уставный капитал разделен на много мелких частей, что дает АО возможность привлекать средства от наиболее широкого круга лиц, в отличие от других видов юридических лиц. Отсюда мы можем сделать вывод, что индикатором хорошей организации деятельности корпораций является их способность привлечь средства от большого круга участников.

³⁵⁶ См.: Gorton G., Schmid F. Universal Banking and the Performance of German Firms. – Cambridge–Massachusetts NBER. – 1996. – P.WP5453.

³⁵⁷ См.: Franks J.R. and Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence // IFA Working Paper. – 1994. – P.165–192.

³⁵⁸ См.: Van der Elst C. De remuneratie van de raad van bestuur van de BEL-20 Venootschappen // Working Paper. Ghent University. – Ghent, 1997. – P.21.

³⁵⁹ См.: Roe Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Columbia Law School. The Center of Law and Economic Studies. Working Paper. – 2000. – P.155.

³⁶⁰ См.: La Porta Rafael and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

Однако концентрированность владения в корпорации, хотя она может стать эффективным способом защиты прав акционеров в случае конфликтов между акционерами и менеджерами, с другой стороны, может привести к нескольким отрицательным последствиям. Об этом наглядно свидетельствует практика. В большинстве изученных нами исследований отмечается, что в государствах с наименее концентрированным владением (США, Великобритания) экономическая эффективность корпораций намного выше, чем в странах, где пакеты акций более сконцентрированы в руках не очень широкого круга лиц.

Анализ показывает, что в США и Великобритании распределение права контроля над корпорацией явно отличается от европейской модели, где акционеры имеют право контроля над корпорацией. Однако, как отмечают многие авторы, широкие законодательные полномочия акционеров, хотя и снижают агентские проблемы между акционерами и менеджерами, имеют и отрицательные последствия, затрудняя адаптацию корпорации к предстоящим экономическим потребностям. При этом возникает другой вопрос – даже при наиболее сильном разделении владения и управления, какой объем законодательных полномочий должны иметь акционеры в отношении корпорации? В этом смысле англосаксонские правовые системы избрали более узкие пределы полномочий акционеров, наоборот, наделяя менеджеров очень широкими полномочиями, в чем наиболее сильно отразилось разделение владения и управления. Как отметил один американский автор, "если бы в США прилетели инопланетяне, не знакомые с земной социальной структурой, то они точно подумали бы, что менеджеры являются владельцами корпораций". И действительно, в этих странах менеджеры почти неограниченно распоряжаются средствами корпорации, причем самое интересное заключается в том, что они не экспроприируют права акционеров, хотя имеют для этого наиболее широкие возможности. Поэтому в праве США и Великобритании действует основной принцип корпоративного права, указывающий, что "хотя акционеры и являются поставщиками финансов, они не обязательно имеют право указывать

директорам, по какому пути идти"³⁶¹. При этом закрепление полномочий акционеров предоставляется корпоративным кодексам и учредительным документам компании³⁶². К примеру, согласно законодательству штата Делавэр, в учредительные документы АО могут быть внесены изменения и дополнения только с согласия акционеров. Однако сами акционеры не могут сделать предложение о подобных изменениях и осуществить подобное изменение сами, таким полномочием наделены только директора компании³⁶³.

Диаметрально иными полномочиями наделены акционеры по законодательству Европы, а также Узбекистана. К примеру, по ст.16 Закона РУз, "внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции осуществляется по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в три четверти голосов акционеров – владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров".

Согласно праву штата Делавэр, акционеры не имеют также права инициировать ликвидацию АО, а только наделены правом вето на подобное решение совета директоров компании³⁶⁴. А по ст.101 Закона РУз, "в случае добровольной ликвидации общества наблюдательный совет ликвидируемого общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о ликвидации и назначении ликвидационной комиссии. Общее собрание акционеров добровольно ликвидируемого общества принимает решение о ликвидации и назначении по согласова-

³⁶¹ Это положение отразилось в судебных прецедентах, как: *Automatic Self-Cleaning Filter Syndicate Co., Ltd. vs. Cunninghame*: 2 Ch.34 (Великобритания, 1906). В данном казусе отклоняется решение большинства акционеров продать компанию; *Charlestown Boot & Shoe Co. vs. Dunsmore*: 60 N.H. 85 (США, 1880). В данном казусе отменяется решение акционеров о назначении менеджеров; *Paramount Communications, Inc. vs. Time*: 571 A. 2d 1140 (США, Delaware, 1989). В данном казусе, несмотря на сопротивление акционеров, менеджерам дается право исполнения своего решения по хозяйственной деятельности корпорации. <http://ssrn.com>

³⁶² См.: Lucian Arye Bebchuk. *The Case for Empowering Shareholders* // *Harvard Law Review*. – April 2003. – P.49–71.

³⁶³ См.: Delaware General Corporation Law §242(b); Revised Model Business Corporations Act §10.03; NY. Business Corporation Law §803 (a).

³⁶⁴ См.: Delaware General Corporation Law §251(a), (b).

нию с органом, осуществляющим регистрацию, ликвидационной комиссии". Идентичное правило существует в Германии, Италии, Финляндии, России и др.

Решение о выплате дивидендов, а также об их размерах в США принимается также советом директоров АО, а акционеры даже не имеют права вето на это решение совета директоров³⁶⁵. А по ст.55 Закона РУз, "решение о выплате годовых дивидендов, размере дивиденда и форме его выплаты по акциям каждого вида принимается общим собранием акционеров ", хотя и установлено этой статьей ограничение, указывающее, что "размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного наблюдательным советом общества".

Таким образом, в отличие от цивилистических систем, законы общего права закрепляют менее жесткие законодательные правила по надзору за деятельностью корпораций и закреплению прав акционеров, предоставляя решение подобных вопросов самой корпорации, в лице ее директоров. Но, несмотря на подобные широкие полномочия правления корпорации, в США, как указывалось, активно действуют другие механизмы корпоративного управления, обеспечивающие честное поведение менеджеров. К ним, например, можно отнести право выхода акционеров из корпорации, судебную защиту, регулирование рынка ценных бумаг и др.³⁶⁶

К примеру, право выхода из корпорации стало одним из эффективнейших средств от экспроприации. В случае неэффективности компании, акционер решает продать свои акции. В США фондовый рынок является высоколиквидным, и благодаря этому он служит хорошим индикатором эффективности корпораций. Когда корпорация окажется неэффективной, подобные продажи обретают массовый характер, и несмотря на более высокую потенциальную стоимость корпорации, цены в подобных продажах соответственно падают, а в результате начи-

³⁶⁵ См.: Delaware General Corporation Law §109; Revised Model Business Corporations Act §10.20; NY Business Corporation Law §601.

³⁶⁶ См.: Pistor Katharina, Keinan Yoram, Kleinheisterkamp Jan & Mark D. West. The Evolution of Corporate Law: A Cross Country Comparison // Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Working Paper. – No. 232. www.ssrn.com

нает функционировать рынок корпоративного контроля, и контрольный пакет акций неэффективной корпорации скупается со стороны иной корпорации, которая сменяет неэффективных менеджеров. Так корпоративные поглощения, право выхода акционеров стимулируют менеджеров к более эффективной работе. Уже этот пример показывает, что само существование такого рыночного механизма, как корпоративные поглощения, намного ослабляет нагрузку на корпоративное право, что фундаментально отражается на его дальнейшем формировании. В Европе фондовый рынок является менее ликвидным, а потому, во-первых, право выхода акционеров ограничено, и во-вторых, поглощения не могут стать столь эффективным механизмом корпоративного управления, как в США и Великобритании.

На первый взгляд, исходя из мнения Блека и Крекмана, а также из рассмотренных обстоятельств, можно прийти к выводу, что указанные авторами факторы (развитость рынка ценных бумаг и связанных с ним институтов, развитость и надежность правовых институтов, структура владения в публичных компаниях и др.) являются первичными факторами формирования корпоративного права. К примеру, создание правовых основ деятельности АО в РУз, конечно, может свидетельствовать об этом. Например, в РУз при обеспечении раскрытия информации правовые системы не опираются на фондовый рынок. В США при размещении акций на Нью-Йоркской фондовой бирже эмитенты должны следовать внутренним правилам биржи по раскрытию информации, а в результате акционеры не особенно стремятся раскрыть информацию, что требуется со стороны правительственных ведомств по регулированию рынка ценных бумаг. Эти органы удовлетворяются информацией, полученной на фондовой бирже, что, конечно, облегчает нагрузку на правовую систему. А в РУз, а также в других странах со слаборазвитым фондовым рынком, основной надеждой акционеров становится государственное регулирование рынка ценных бумаг, что и приходится учитывать правовой системе.

Вместе с тем целый ряд исследований свидетельствует об обратной тенденции, когда право играет первичную роль в формировании рынка ценных бумаг, в структуре владения ком-

паниями в различных странах мира, доступности им акционерного капитала. Одним из важнейших исследований этого вопроса стала работа Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шляйфера и Вишни – "Защита инвесторов и корпоративное управление". Как полагают авторы, концентрированность владения, недоступность акционерного финансирования, неразвитость рынка ценных бумаг и др. являются результатом неэффективной правовой защиты инвесторов корпораций. В качестве основного индикатора защищенности прав акционеров эти авторы берут уровень концентрированности акционерного владения в различных странах мира.

Но эта концентрированность, на наш взгляд, имеет два отрицательных аспекта. Во-первых, как показывает проведенное нами сравнительное исследование, концентрированность владения является результатом плохой защищенности акционерных инвесторов. Дело в том, что концентрация владения акциями дает обладателю акций большие полномочия по решению многих вопросов направления деятельности корпорации, к которым относятся утверждение крупных сделок корпорации, смена правления и т.п. Это, в свою очередь, дает им наиболее широкие возможности по самозащите. В случае неверности правления владельцам компании, т.е. возникновения классической агентской проблемы, акционеры или крупный акционер может с легкостью сменить это правление на то, которому он доверяет. Но, с другой стороны, в случае концентрированности, корпорация не становится "народной", и существует конкретный круг лиц, которые с особым вниманием контролируют деятельность корпорации. Таким образом, решается проблема коллективного действия акционеров, что с меньшей вероятностью может произойти в случае, когда владение является наиболее рассредоточенным³⁶⁷. Но, как показано выше, тенденция к более концентрированному акционерному владению по всей стране становится индикатором неэффективности ор-

³⁶⁷ См.: Köke J. Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes and Consequences // ZEW Discussion Paper.– Mannheim, 2001. – No. 00–67.

ганизации деятельности корпораций³⁶⁸. Это говорит о существовании недоверия к защитным механизмам корпоративного управления, и акционеры сами защищают свои права, что, согласно исследованию, и наблюдается в странах Европы³⁶⁹.

В США же произошла обратная тенденция. Там акционеры не владеют крупными пакетами акций, и оптимальным средством самозащиты является диверсификация портфеля на мелкие пакеты акций, а в результате банкротство одной из компаний, пакетом акций которой владеют акционеры, приведет к незначительным потерям, так как пакет акций неудачной компании составляет незначительную часть их портфеля³⁷⁰. Но подобные условия достигаются, например, с помощью хорошо организованной системы раскрытия корпоративной информации и организации ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг, что явилось результатом хорошего корпоративного управления в этой стране³⁷¹.

Вторым следствием концентрированности мы считаем нарушение прав меньшинства акционеров со стороны владельцев крупных пакетов, что отрицательно отражается на производительности в масштабах экономики всей страны. Крупное владение акциями приводит к возникновению проблем между самими акционерами. А в результате у инвесторов (потенциальных акционеров) пропадает желание финансировать корпорации с крупными блоками акций. Это приводит к следующим результатам:

1. В результате концентрированности владения только ограниченный круг лиц с большими финансами позволяет себе

³⁶⁸ Неправильно будет отнести любую корпорацию с концентрированным владением к неэффективной, так как, например, в акционерных обществах закрытого типа владение акциями обычно более концентрировано. Другими словами, в исключительных случаях концентрированность также может быть результатом обстоятельств, по которым существует корпорация.

³⁶⁹ См.: Schmidt R.H. *Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland* // *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*. – 2001. – Special Issue 47–01. – P.61–87.

³⁷⁰ См.: Garvey G.T. and Swan P.L. *The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm* // *Journal of Corporate Finance*. – 1994. – №1. – P.139–174.

³⁷¹ См.: Kaplan S.N. *Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany* // *Journal of Law, Economics and Organization*. – 1994. – №10. – P.142–159.

приобрести крупные блоки акций, а в итоге в корпорации привлекается меньше финансов населения, что, например, происходит в Германии, в отличие от США³⁷². Вследствие этого корпорации, во-первых, прибегают к внутреннему финансированию, за счет банковских кредитов³⁷³, а во-вторых, не могут позволить себе дорогие и долгосрочные предпринимательские проекты.

2. Это приводит к меньшей ликвидности рынка ценных бумаг, так как, во-первых, владение крупными блоками акций обычно имеет долгосрочный характер, во-вторых, приобретение крупных блоков требует больше финансовых средств, и в отличие от США, рядовой небогатый гражданин не позволит себе войти в сделку с ценными бумагами, что намного уменьшает количество совершаемых сделок и др.

Подобные тенденции и отразились на корпоративном управлении стран с концентрированным владением капитала. В США защита прав инвесторов посредством концентрации владения является случаем очень редким, а в Европе, наоборот, концентрация владения стала социальной нормой корпоративного управления. Корпоративные поглощения стали очень частым феноменом в США и Великобритании, благодаря ликвидности рынка ценных бумаг и наличию рассредоточенного, мелкого владения акций, что создает благоприятные условия для поглощений, а в Европе поглощения происходят намного реже, так как благодаря крупному владению в корпорациях, они фактически уже являются поглощенными. С другой стороны, неликвидный рынок ценных бумаг европейских корпораций также не благоприятен для поглощений. Другими словами, улучшение корпоративного управления с помощью поглощений для Европы является наименее реальным.

В целом же подобные различия в корпоративном владении и управлении сильно отразились на корпоративном праве, а

³⁷² См.: Alen F., Gale D. Comparing Financial Systems. – Cambridge: MIT Press, 2000. – P.67.

³⁷³ Не случайно Германская модель корпоративного управления называется банковско-ориентированной, из-за широкого использования корпорациями Германии кредитного финансирования банков.

также правовом регулировании рынка ценных бумаг. Например, если в США развито применение исков акционеров против правления корпораций ввиду его недобросовестности, то в Германии в основном созданы благоприятные правовые условия для исков против крупных акционеров за экспроприацию широких управленческих возможностей, связанных с владением значительной части голосов в корпорации. Далее, в Германии развита правовая основа для защиты прав кредиторов, так как в отличие от США, в Германии корпорации значительно зависимы от кредитного финансирования, ввиду неширокой доступности акционерного финансирования по указанным выше причинам³⁷⁴. Это только некоторые различия в правовом регулировании разных стран, и подобные радикальные различия существуют почти в каждом институте корпоративного права в обеих системах корпоративного управления.

В Германии, как показывает исследование, в результате неэффективной защиты интересов акционеров от экспроприации со стороны менеджеров возникает отдельная система корпоративного управления, в которой основным эффективным способом защиты прав и интересов акционеров становится концентрирование голосов в корпорации. В результате остальные механизмы корпоративного управления становятся или неэффективными, или производными, либо вообще не применяются³⁷⁵. В этой стране роль права в корпоративном управлении скорее можно отнести к производной, так как право, будучи направленным на защиту меньшинства акционеров от крупных, регулирует агентские проблемы, которые являются производными от применения первичного механизма корпоративного управления, т.е. от концентрации владения, что также неизбежно приводит к экспроприации интересов меньшинства акционеров, как это происходит в результате разделения владения и управления в корпорациях по Берлу и Минсу. Так, совершаемые в Германии поглощения вообще трудно назвать механизмом корпоративного

³⁷⁴ См.: Alen F., Gale D. Op. cit. – P.69.

³⁷⁵ См.: La Porta R. and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

управления³⁷⁶, в отличие от США, так как владение в ФРГ и так остается концентрированным³⁷⁷, и поглощения скорее послужат каким-либо другим экономическим целям, как, например, объединение двух отраслей для эффективного производства, чем средством улучшения корпоративного управления³⁷⁸. Из-за неликвидности рынка ценных бумаг фондовые биржи в Германии также не играют почти никакой фактической роли в улучшении корпоративного управления.

Вкратце рассмотрим роль каждого из механизмов корпоративного управления в США, где корпорации отвечают индикатору хорошего корпоративного управления ввиду рассредоточенности владения и способности привлечь внешние финансы. Поглощения в США считаются одним из наиболее эффективных механизмов корпоративного управления. В процессе поглощений одна корпорация приобретает часто контрольный пакет акций другой корпорации, цены акций которой снижены из-за неэффективного управления ею со стороны менеджеров³⁷⁹. После поглощения корпорации неэффективные менеджеры сменяются на эффективных, а бывшим акционерам неэффективной корпорации предлагается за их акции более высокая цена. Но применение этого механизма не всегда эффективно, требуется целый ряд условий для его нормального функционирования. К примеру, в Германии этот механизм не работает по причине отсутствия таких условий, как ликвидность рынка ценных бумаг и др. С другой же стороны, поглощения могут привести к возникновению агентских проблем между акционерами, так как поглощения приводят к концентрации владения. Поэтому поглощения трудно отнести к первичному механизму

³⁷⁶ См.: Franks J. and Mayer C. Ownership and Control in Germany // Working Paper. London Business School. – 1994. – P.43.

³⁷⁷ Как правило, поглощения осуществляются за счет концентрации владения акций и, таким образом, завоевания крупного блока голосов в корпорации.

³⁷⁸ См. подробнее о причинах и последствиях корпоративных поглощений в отношении интересов акционеров: Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988; Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999; Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. <http://euro.m&a.eu.net>; и мн. др.

³⁷⁹ См.: Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. – 1993. – №48. – P.831–880.

корпоративного управления.

Согласно Фаме, рынок труда менеджеров, а также обоюдный мониторинг являются очень важными факторами эффективного корпоративного управления³⁸⁰. Менеджеры не хотят потерять работу из-за высокой конкуренции на рынке труда менеджеров, а потому стремятся работать наилучшим образом, в целях повышения благосостояния акционеров, ибо в ином случае им грозит увольнение со стороны акционеров³⁸¹. К тому же материальная заинтересованность менеджеров непосредственно зависит от их производительности, что также побуждает их к наибольшей эффективности. Поскольку каждый менеджер имеет лишь определенную долю в эффективности корпорации, в целях достижения общей эффективности, ему и другим менеджерам приходится совершать обоюдный контроль за производительностью их труда. Но и эти механизмы корпоративного управления в литературе признаны не первичными: например, среди менеджеров могут возникнуть коллизии во мнениях или стремление менеджмента к лучшему управлению корпорацией с расчетом на перспективу в какой-то период может привести как к затратам во времени, так и в финансах³⁸².

В отличие от указанных выше механизмов корпоративного управления, в странах с сильным разделением владения и управления правовой механизм корпоративного управления показал себя как наиболее универсальный. Как показывает, например, исследование Дахия, Макконнела и Травлоса, после опубликования в Великобритании Кодекса Кэдбури резко усилилась взаимосвязь между производительностью и увольнением менеджеров³⁸³. Но наиболее интересными представляются

³⁸⁰ См.: Fama E. Op. cit. – P.288–307.

³⁸¹ См.: Coughlan A. and Schmidt R. Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation // Journal of Accounting and Economics. – 1985. – №7. – P.43–66.

³⁸² См.: Warner J., Watts R. and Wruck K.H. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – 461–492.

³⁸³ См.: Dahya J., McConnel J. and Travlos N. The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover // Journal of Finance. – 2002. – №57. – P.461–483.

сравнительные исследования Коффи³⁸⁴, Алена и Гейла, Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шляйфера и Вишни и др.

Они утверждают, что основным фактором формирования определенной структуры владения и доступа корпораций к внешнему финансированию является правовая защищенность инвесторов. Причиной возникновения концентрированного владения в Германии и других подобных ей странах они считают слабую правовую защиту акционеров, а в результате срабатывает механизм корпоративного управления на основе концентрировании владения корпорациями.

Как указывает Коффи, в странах общего (прецедентного) права инвесторы защищены намного лучше, чем в странах гражданского права, ибо в странах общего права правовые нормы обычно создаются судьями, на основе прецедентов, а также с учетом таких основных принципов, как фидуциарная ответственность или справедливость. На основе этих принципов при возникновении новых ситуаций судьи создают новые правила, которые ранее не были предписаны законом, и таким образом, корпоративное право стран общего права проявляет наибольшую гибкость при регулировании корпоративных отношений. По словам Коффи, "при решении корпоративных споров, судьи используют свой нюх для определения того, насколько честно поступили корпоративные инсайдеры". В странах же гражданского права подобного не происходит, и корпоративные инсайдеры в собственных целях пользуются пробелами в строго расписанном законодательстве. Именно поэтому, пишет Коффи, корпоративное управление в странах общего права наиболее эффективно и протекционно, чем в странах гражданского права, куда входят страны Европы³⁸⁵. Страны общего права отличаются наименьшей интервенцией государства в корпоративные дела, в отличие от стран гражданского права. Например, в Англии уже в XVIIв. суды стали независимыми от короны, что случилось под влиянием парламента. В результате в дальнейшем суды стали защищать частную собственность от самой короны, что ограни-

³⁸⁴ См.: Coffee J. Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure // Working Paper. Columbia Law School. – NY, 2000. – No.158.

³⁸⁵ Idem.

чило вмешательство монархов в частнопредпринимательские дела³⁸⁶. Таким образом, дается объяснение возможной причины менее эффективного корпоративного управления в Европе, чем в США и Великобритании. В германском частном праве большее внимание скорее уделяется защите прав кредиторов, особенно обеспеченных кредиторов, чем защите прав акционеров.

В США, начиная с ХХв., правовое регулирование рынка ценных бумаг формировалось с учетом правовых нужд защиты рынка. Сам рынок ценных бумаг с его основными институтами, какой он есть в настоящее время, был сформирован со стороны права с принятием в 1933 и 1934гг. актов по регулированию рынка ценных бумаг³⁸⁷. Таким образом, США стали первым государством по наиболее полному регулированию рынка ценных бумаг. Вдобавок к этому была создана Федеральная Комиссия США по ценным бумагам и обмену (Securities and Exchange Commission). В Великобритании успех регулирования рынка ценных бумаг в основном основывается на саморегулировании³⁸⁸. В Германии акт по регулированию рынка ценных бумаг был принят в 1996г., в результате кризиса рынка ценных бумаг 70-х годов³⁸⁹. Однако немецкий акт имел целый ряд недостатков. Например, он не указывал об информации, которая должна была быть раскрыта в проспекте эмиссии ценных бумаг. Отсутствовало специальное ведомство по надзору за исполнением этого акта. Регулирование рынка ценных бумаг до недавнего времени в ФРГ осуществлялось только местными ведомствами, а федеральный орган по регулированию и надзору за рынком был учрежден только в 1994г.³⁹⁰ Франция также очень

³⁸⁶ См.: La Porta R. and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

³⁸⁷ См.: Brain R. Cheffins. Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle- Means Corporation in the UK. <http://ssrn.com>

³⁸⁸ Как это происходит (см. выше) на Нью-Йоркской Фондовой бирже. См. подр.: Warren P. Global Harmonization of Securities Laws – the Achievements of the European Communities // Harv. Int'l. L.J. – 1990. – P.185; Lawrence J. White. Competition versus Harmonization – An Overview of International Regulation of Financial Services, International Financial Markets – Harmonization versus Competition / Claude E. Barfield ed. – 1996. – P.5.

³⁸⁹ См.: Martin Weber. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998–2000: Organisation, Emission und Vertrieb // Neue Juristische Wochenschrift. – 2000. – S.2061.

³⁹⁰ Был создан на основе акта: Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) (Wertpapierhandelsgesetz) v. 30.7.1994, Bgbl I, 1749. См.: §3 этого акта.

поздно перешла к регулированию рынка ценных бумаг, основы которого были созданы еще до XIX в.³⁹¹ В 60-х годах XX в. здесь дается разрешение на торговлю брокеров, кроме тех, которые назначаются государством³⁹². В 1967 г. создается комиссия по ценным бумагам для контроля за рынком ценных бумаг³⁹³.

В других странах, как, например, Италия и Бельгия, до сих пор не развито ни акционерное финансирование корпораций, ни кредитное. Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шляйфер и Вишни объясняют это очень просто: все инвесторы, будь они кредиторы или акционеры, нуждаются в правовых гарантиях получения их вкладов обратно. Как видим, эта проблема остро стоит и за рубежом.

3.2. Становление корпоративного законодательства в Узбекистане: современное состояние и проблемы

Коренные перемены в постсоветском пространстве внесли радикальные изменения в экономическую организацию прежних советских республик. Централизованное планирование и административные экономические структуры, которые существовали на территории бывшего Союза более чем 70 лет, разрушились. В Узбекистане также началось строительство новой для этих регионов экономической системы – рыночной экономики³⁹⁴. Так, например, общий объем зарегистрированных и выпущенных в обращение эмиссий корпоративных облигаций за 2003 г. составил 24 выпуска на сумму 16 млрд. сум. (общий объем эмиссии 47 выпусков облигаций составил 23,3 млрд. сум.). По сравнению с соответствующим периодом прошлого года объем эмиссии корпоративных облигаций увеличился на 64%³⁹⁵. В течение это-

³⁹¹ См.: Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. *Börsenreform – Eine Ökonomische, Rechtsvergleichende und Rechtspolitische Untersuchung.* – 1997. – P.995, 1003.

³⁹² До этого, после кризиса 1924 г., брокеры на фондовом рынке назначались только государством.

³⁹³ См.: Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. *Op. cit.* – P.995, 1003.

³⁹⁴ См.: *Uzbekistan and Kazakhstan – a Tale of two Transition Paths // World Bank Policy Research Working Paper.* – November 1, 2000. – №WPS 2472.

³⁹⁵ Информационно-аналитический бюллетень за 2003 г. Госкомимущества РУз "Приватизация и развитие частного сектора экономики". – Т., 2004. <http://www.uzsecurities.com>

го же года инвесторам реализованы активы 106 предприятий на общую сумму 23,9 млн. долларов США и 9,6 млрд. сум. с инвестиционными обязательствами в размере 28,5 млн. долларов США и 1,7 млрд. сум., 62,45% пакета акций АО "Тошмарёг" и 51% пакета акций ОАО "Янгиюль ёг мой", 50,2% пакета акций АО "Ургенч ёг", 33,9% пакета акций АО "Гулистан экстракт ёг", 42,5% пакета акций АО "Муборак пахта" и АО "Корасув пахта тозалаш", 94,2% пакета акций Хорезмского автомобильного производственного объединения, 60,2% пакета акций АО "Кокандский суперфосфатный завод", 74% пакета акций АО "Кулол", 25% пакета акций АО "Юктранс". По результатам тендеров и решения Государственной тендерной комиссии начаты переговоры по заключению сделки по продаже 64% акций ГАО "Узкабель", 51% акций ОАО "Аммофос"³⁹⁶.

Анализ показывает, что достижению этих результатов и дальнейшему развитию успехов в данной области способствовало создание наиболее эффективных правовых, экономических и других социальных основ для новых структур, базирующихся на рыночных отношениях, в том числе корпораций, или, как было закреплено в новых законодательствах обеих стран, – акционерных (хозяйственных) обществ. Президент Республики Узбекистан указал на перспективность формирования данного вида отношений и отметил, что "за счет формирования рынка ценных бумаг вовлекаются в оборот свободные средства населения, способствуя, тем самым, решению важной задачи по стабилизации экономики – укреплению денежного обращения, а, следовательно, и национальной валюты. Через акционирование, участие на фондовом рынке у населения появляется интерес к обладанию ценными бумагами, навыками и культурой обращения с ними, а также, будучи акционерами, собственники имеют право влиять на производственную и финансовую деятельность предприятия"³⁹⁷.

В странах с развитой рыночной экономикой корпорации давно проявили себя как идеальные средства аккумуляции и

³⁹⁶ Отчет о деятельности Госкомимущества РУз за 2003г. <http://www.uzsecurities.com>

³⁹⁷ См.: Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса. – Т.: Узбекистан, 1997. – С.192.

предпринимательского использования финансов. Как отмечал Г.Ф.Шершеневич, "в акционерных предприятиях капитализм достигает высших форм своего проявления. Здесь он развертывает всю свою мощь, выступает во всей своей красе"³⁹⁸. Акционерные общества дают львиную долю валового продукта, особенно там, где деятельность их организована оптимально³⁹⁹. В экономической и правовой литературе подобная оптимальная организация деятельности корпораций стала называться корпоративным управлением⁴⁰⁰. Однако, если в странах, изначально развивавшихся в условиях рыночных отношений, корпоративное управление и право формировались эволюционно, с самого момента их возникновения, то бывшие коммунистические страны не обладали практическим опытом в области корпоративного управления, и их экономика оказалась в ситуации переходного периода.

Первым шагом при формировании новых социальных основ, в том числе системы корпораций, в РУз стало создание соответствующего законодательства.

Впервые регулирование деятельности АО в РУз началось во время "перестройки" с принятия Постановления Совета Министров СССР №590, от 19 июня 1990г., которым было введено Положение "Об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью"⁴⁰¹. В то время этот Закон обещал стать основой регулирования деятельности корпораций. Затем в 1991г. в РУз был принят Закон "О предприятиях"⁴⁰². Однако эти законодательные акты не успели сыграть должной роли, и в новых условиях, в середине 90-х годов XX в., в Узбекистане был принят основной Закон по регулированию деятельности акционерных обществ. Так, в 1996г. был принят Закон РУз "Об

³⁹⁸ См.: Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. – Т.1: Введение. Торговые деятели. Классика российской цивилистики. – М.: Статут, 2003. – С.17.

³⁹⁹ К примеру, в таких странах, как Великобритания, США, Канада, Япония и др.

⁴⁰⁰ См.: Fox Merritt and Joseph Heller. Lessons from Fiaskos in Russian Corporate Governance. – 1999. – P.40. <http://papers.ssrn.com>.

⁴⁰¹ См.: Daniel Gogek. Russian Company Law Reform: Have Flawed Laws impeded the Transition to a Market Economy? // McGill Law Journal. – 1995. – №41. – P.276.

⁴⁰² См.: Закон Республики Узбекистан "О предприятиях в Республике Узбекистан" 15.02.1991г. N 229-XII. (Настоящий Закон утратил силу в соответствии с Законом РУз от 15.12.2000г. N 175-II) // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

акционерных обществах и защите прав акционеров".

В целом этот Закон как с функциональной точки зрения, так и в аспекте содержания основных норм по регулированию корпоративных отношений, оказался "самодостаточным", или на английском языке – "self enforcing"⁴⁰³, что буквально переводится как "сам обеспечивающий свое исполнение". При разработке самодостаточной модели Закона авторы опирались на три основных постулата:

- во-первых, закон должен учитывать специфические условия того государства, в котором он будет имплементироваться⁴⁰⁴;
- во-вторых, несмотря на специфичность той юрисдикции, в которой закон будет применяться, в настоящее время проблемы корпоративного права во многих государствах идентичны;
- в-третьих, несмотря на трудности создания закона для новых и сложных условий, многие проблемы корпоративного права не являются нерешаемыми⁴⁰⁵.

Рассмотрим подробнее значение каждого из этих постулатов.

Представляется, что, скорее всего, самым сложным для авторов было учесть первый постулат. Как уже говорилось, согласно этому постулату, закон должен учитывать специфические условия того государства, в котором он будет применяться. Б.Блэк и Р.Крекман в своей работе "Самодостаточная модель корпоративного права" выделяют пять национальных факторов, формирующих корпоративное право данной страны: 1) цели корпоративного права; 2) развитость рынка ценных бумаг и связанных с ним институтов; 3) развитость и надежность правовых институтов; 4) структура владения в публичных компаниях; 5) культурно-моральные ожидания участников корпоративного объединения⁴⁰⁶.

Узбекистан, во время создания проекта Закона был государством совершенно молодым с точки зрения формирования

⁴⁰³ См.: Блэк Бернард, Крекман Рейнир, Тарасова Анна. Комментарий Федерального Закона РФ "Об акционерных обществах": Часть 1. – 1999. – Р. 20. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=246670

⁴⁰⁴ См.: там же. – С. 21.

⁴⁰⁵ См.: там же. – С. 23.

⁴⁰⁶ См.: Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law //Harvard Law Review. – 1996. – №109. – Р.1911–1982.

в нем институтов рыночной экономики; была сильно развита коррупция; еще недостаточно эффективно сформировалась правоприменительная структура государства. Это в какой-то мере даже облегчило их задачу, так как при создании нового закона имелась возможность задать отечественному законодателю нужные роли, не учитывая существующую роль отдельных специализированных регулятивных институтов по корпоративному праву⁴⁰⁷.

Неурегулированность инвестиционной деятельности в постсоветском пространстве привела к полному хаосу в этом секторе и потере доверия инвесторов. Широко известные скандалы и слухи (и ложные, и истинные) о действиях, предпринятых в ущерб акционерам, убедили российское правительство в том, что должны быть предприняты быстрые действия для защиты прав акционеров, т.е. надо предоставить как государству, так и акционерам более широкий круг полномочий по контролю за своими инвестициями.

Другим важным фактором в формировании Закона стали приватизация с ее результатами в структуре корпоративного владения и вытекающие из нее специфические агентские проблемы. С 1991г. приватизацию принадлежащих государству предприятий считали первым шагом к развитию рыночной системы. Однако новые узбекские предприятия не преобразовывались в новые компании с такой первичной целью, как максимизация прибыли. Их менеджеры зачастую имели конкурирующие цели – долговечность их собственной занятости, умножение своего богатства и максимизацию собственной власти. При этом законы не учитывали тогда естественный личный интерес директоров и менеджеров этих корпоративных объектов – их власть и влияние просто заменяли прежний контроль советского правительства. Ведь в прежние времена правительство имело строгий контроль над предприятиями, запрещало получение предпринимательской прибыли и частную собственность, управляло ценами и производством. С середины 80-х г. XXв. осуществлялась определенная реформа, которая закон-

⁴⁰⁷ Idem. – P.21.

чилась некоторым перемещением контроля над компаниями к менеджерам и рабочим, но прибыль этих компаний все еще направлялась в централизованный фонд. Эти факторы в дальнейшем оказали сильное влияние на акционерно-управленческий менталитет. В результате правление АО и аутсайдерские акционеры часто имели разногласия друг с другом. Менеджеры советского периода, согласно советскому правилу, должны были исполнять только правительственные цели и задачи; акционеры же после приватизации, соответственно, ожидали получить прибыль и эффективность. Корпоративные менеджеры, чтобы избежать критики акционеров, как известно, просто убрали акционеров из реестра компании или растворяли доли собственности жалующихся акционеров посредством новых эмиссий акций⁴⁰⁸.

С учетом конкретных условий нашей страны в Узбекистане с начала приватизации было разгосударствлено около 54 тысяч предприятий и объектов. Из них 18,4 тысячи перешли в частную собственность, 26,1 тыс. стали акционерными, 8,7 тыс. – коллективными, 661 – арендными предприятиями⁴⁰⁹. Этот процесс в первой половине 1995 г. ускорился и в нем достигнуты определенные результаты. В частности, в течение первого полугодия было приватизировано 4300 предприятий, и число созданных акционерных обществ превысило 3600, ими были выпущены акции на два млрд. сумов. Определенных результатов в своей деятельности добились такие организации, как Фондовая биржа, Биржа недвижимости, Национальный депозитарий⁴¹⁰. Таким образом, формирующаяся система рыночных институтов требовала соответствующей правовой базы.

В этом, на наш взгляд, и отражается пятый вышеуказанный фактор, как культурно-моральные ожидания участников корпо-

⁴⁰⁸ См.: Metzger B., Dean R.N. and Bloom D. Russia's Code of Corporate Conduct: An Innovative Approach to Solving Shareholder Rights Abuses // The Corporate Governance Advisor. – 2002. – №10(2)(March/April). – P.12–17.

⁴⁰⁹ Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. – Т. Узбекистон, 1995. – С. 53.

⁴¹⁰ Каримов И.А. Мы смотрим в будущее с уверенностью: Выступление на заседании Кабинета Министров Республики Узбекистан, посвященном итогам работы первого полугодия, 29 июля 1995 г. // Народное слово. 30.07.1995.

ративного объединения, что, соответственно, необходимо было учесть при создании нового закона. Как указывается в литературе, "для законов об акционерных обществах экономически развивающихся государств существует еще одна основополагающая цель, которая не имеет такого значения для государств с устойчивой экономикой: воспитывать общественное доверие к капиталистической форме хозяйства и частной собственности на имущество крупных коммерческих предприятий"⁴¹¹.

В Узбекистане основным правовым актом по регулированию процесса приватизации стал Закон "О разгосударствлении и приватизации"⁴¹². А в результате уже в 1991–1992 гг. около двух тысяч госпредприятий изменили форму собственности, из них примерно 600 стали частной собственностью, 70 – коллективной собственностью, 80 сданы в аренду с правом последующего выкупа. Более 200 предприятий стали акционерными⁴¹³. Но в основном акционерная приватизация в РУз была проведена в 1994–1995гг.⁴¹⁴, ставших этапом массовой приватизации, охватившей такие отрасли, как строительство, транспорт, пищевая промышленность и др.⁴¹⁵

В РУз процесс приватизации оказался во многом своеобразным. В первую очередь, Узбекистан отказался от ваучерной приватизации, что, конечно, решило некоторые негативные проблемы ваучерной приватизации в России. Однако это было связано с нехваткой средств у населения для приватизации, а потому в приватизации участвовал лишь ограниченный круг лиц, способных приобрести акции, что стало причиной большой концентрированности владения в РУз. Например, опросы, проведенные непосредственно на предприятиях РУз, показали, что купить собственные акции готовы лишь 6–8% рабочих и рядовых инженерно-технических работников и около трети руково-

⁴¹¹ См.: Блэк Бернард и др. Указ. соч. – Р.21.

⁴¹² См.: Закон РУз "О разгосударствлении и приватизации" от 19.11.1991г. N 425-XII // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

⁴¹³ См.: Каримов И.А. Узбекистан – государство с великим будущим. Т.: Узбекистон, 1997. – С. 45.

⁴¹⁴ См.: Чжен В.А. Основы приватизации. – Т.: Шарк, 1996. – С.213.

⁴¹⁵ Там же. – С.7.

дителей предприятий⁴¹⁶. Вторым различием явился платный характер приватизации. Это также противостояло такой широкомасштабной инсайдерской приватизации среди служащих предприятий.

Поскольку Узбекистан все еще испытывает недостаток в твердых гарантиях того, что законы корпоративного управления смогут реально обеспечивать права акционеров, многие предприятия продолжают сталкиваться с проблемой получения капитала и привлечения прямых иностранных инвестиций.

Вместе с тем проблемы мониторинга деятельности менеджеров до сих пор остаются у меньшинства акционеров, которые являются аутсайдерами; служащие-держатели акции не всегда могут принять в компании адекватные решения, способные максимизировать благосостояние акционеров. Не случайно Президент И.А. Каримов обращает внимание на наличие "множества примеров, когда искусственно сдерживается выставление акций приватизированных предприятий на свободную продажу, когда наблюдательные советы обществ фактически зависимы от директорского корпуса, а бывшие директора оказались полноправными хозяевами на предприятии. При этом совершенно игнорируется, что директор по закону является наемным управляющим, который должен отчитываться перед акционерами, и от их голоса и решения зависит, будет он завтра директором или нет"⁴¹⁷. Как показывает исследование, проведенное в 1998г. Д.С.Джонсом⁴¹⁸, влияние не управляющих служащих предприятий на принятие решений в процессе управления акционерным обществом очень низкое. И хотя служащие часто обладают значительным количеством голосов в АО, они фактически не принимают реального участия в управлении им⁴¹⁹.

⁴¹⁶ См.: Гафуров Ш.Р., Безбородов А.Г., Хусанов Т.Х., Халбаев Р.А. Процесс акционирования и инвестиционная деятельность. – Т.: Мехнат, 1997. – С.56.

⁴¹⁷ Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова "Стратегия реформ – повышение экономического потенциала страны" на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2002 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2003 год. // Народное слово. 18.02.2003.

⁴¹⁸ См.: Jones D.C. The Economic Effects of Privatisation: Evidence from a Russian Panel // Comparative Economic Studies. – 1998. – №40(2). – P.75–102.

⁴¹⁹ Idem.

После приватизации менеджеры были способны блокировать продажу акций аутсайдерам и контролировать голоса многих акционеров. Служащие, опасаясь за свои рабочие места, голосовали как им продиктовали менеджеры, так как голосование не было конфиденциальным⁴²⁰. Соглашения по голосованию также имели место между служащими и менеджерами. Часто пакеты акций служащих сдавались в коллективные трасты, управляемые самими же менеджерами АО. Такая ситуация приводила к конфликтам интересов, так как функции менеджеров становились почти контрольными. Однако в указанных случаях работники предоставляли это право контроля самим же менеджерам, что противоречит здравой логике. Например, Государственное предприятие Ташкентский компрессорный завод был в 1994г. преобразован в акционерное общество. В соответствии с проспектом эмиссии 25 процентов акций осталось в собственности государства, менее 10 процентов – отдано коллективу, остальные акции подлежали свободной продаже. Однако более 35% акций не были размещены. Кроме того, в ходе ревизии выявилось, что часть имущества вообще не была оценена, и реальная доля неразмещенных акций сегодня составляет 66%. Председателем правления с момента акционирования был бывший директор этого завода, который фактически им и управлял, самовольно распоряжался имуществом, за разбазаривание которого и был снят с занимаемой должности⁴²¹.

Идентичная по существу ситуация, связанная с контролем управления компаний, в результате перекрестного владения широко распространена и в Японии. То есть, если две компании владеют акциями друг друга, это порождает конфликтную ситуацию.

⁴²⁰ См.: Blasi J. and Shleifer A. Corporate Governance in Russia – An Initial Look / Frydman R., Gray C.W. and Rapaczynski A. (eds.) // Corporate Governance in Central Europe and Russia. Vol. 2: Insiders and the State. – Budapest/London/New York, 1996. – P.78–108.

⁴²¹ Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова "Стратегия реформ – повышение экономического потенциала страны" на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2002 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2003 год. // Народное слово. 18.02.2003.

В силу сказанного и внешние акционеры имели немного реальных возможностей для устранения негативных методов управления со стороны правления АО.

При наличии пробелов в законах корпоративного управления немалое значение, как нам представляется, могут иметь нормы предпринимательской этики. Говоря о чувствительности управления к этике, Н.Чемберлейн высказывает мнение, что этическое действие базируется на критериях, которые могут создавать ощущение гармонии между индивидами⁴²². Если менеджеры или директора должны будут оставить часть своего контроля, это произойдет из-за изменений в законе по чисто этическим причинам или из-за чувства фидуциарных обязанностей, что неизбежно потребовало бы изменения их отношения к нормам закона⁴²³. Но добиться этого очень трудно.

Сказываются отсутствие соответствующего опыта и знаний у судей по рассмотрению подобных споров⁴²⁴, коррумпированность части судей и др.⁴²⁵ То же самое можно сказать и о других государственных структурах обеспечения права, с чиновниками которых управляющие компаний даже могут как-то договориться и защитить себя от давления акционеров⁴²⁶.

Как известно, Узбекистан является страной гражданских правовых систем, и в отличие от стран общего права, здесь суды не обладают законодательными полномочиями. Как указывалось выше, в США, особенно в штате Делавэр, корпоративное право достигло наивысшего успеха благодаря применению принципов фидуциарной ответственности в условиях быстро эволюционирующих корпоративных отношений, восполняя при этом пробелы существующего законодательства⁴²⁷. Ранее было показано, что именно из-за отсутствия подобного гибкого

⁴²² См.: Chamberlain Neil. *Social Strategy and Corporate Structure*. – N.Y.: Macmillan Press, 1982. – P.15.

⁴²³ См.: Wolk G. *Corporate Governance Reform in Russia: The Effect of the Russia Company Law* // *Rus.Rim Law and Policy*. – 1999. – №8. – P.219.

⁴²⁴ См.: Elif Kaban. *Shares, Guns and Bodyguards in Russia's Courts* // Reuters (LEXIS). *News Library. Wires File*. – N.Y., 1995. <http://www.reuters/lexis/newslibrary/wiresfile/html>

⁴²⁵ См.: Black Bernard, Kraakman Reinier. *Op. cit.* – P.1911–1982.

⁴²⁶ См.: Долгопятова Т.Г. *Указ.соч.* – С.20.

⁴²⁷ См.: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. *Contract and Fiduciary Duty* // *J. L & Econ.* – 1993. – №36. – P.425.

правоприменительного института не только в Узбекистане, но и во многих иных странах решение корпоративных конфликтов значительно затруднено.

Как уже говорилось ранее, основным предметом корпоративного права и управления является защита прав акционеров, основных инвесторов корпорации. Суть самодостаточной модели заключается именно в обеспечении оптимальной защиты прав акционеров, исходя из сложных социально-экономических условий таких стран с переходной экономикой, как Узбекистан и др.

Тем самым эта модель сильно отличается от американской – "разрешающей" модели, в которой правила носят неимперативный характер, а предоставляются внутрикорпоративному формированию. Там корпорации могут избирать те нормы, которые больше подходят для их предпринимательской формы и деятельности, что обеспечивает им большую гибкость и оперативность. Например, в США при поглощениях, в отличие от британского законодательства, правлению предоставляется полный круг полномочий в применении защитных мер против поглощений, что говорит о большом доверии правовой системы менеджерам. С другой стороны, по американской модели корпоративного законодательства, как показано ранее, предоставляются определенные возможности для защиты прав миноритарных акционеров. Эту модель корпоративного права в силу предоставления ей широкой свободы действий самой корпорации, в лице ее правления, авторы определяют как "разрешающая" модель корпоративного права⁴²⁸.

Представляется, что для обеспечения прав меньшинства акционеров самодостаточная модель закона предусматривает более четкие процедурные правила защиты их прав, а также структурное распределение полномочий между контролирующими органами АО, как директора и общее собрание акционеров⁴²⁹. Элементарные процедурные правила определяют порядок заключения сделок с заинтересованностью или крупных сделок, превышающих 50% активов АО, на что требуется со-

⁴²⁸ См.: там же. – С.43.

⁴²⁹ См.: Black Bernard, Kraakman Reinier. Op. cit. – P. 1911–1982.

гласие акционеров⁴³⁰. В США оценка подобных сделок может осуществляться со стороны судов, например, на наличие заинтересованности в сделке. А 50% уровень, установленный в Законе РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", является условным, и оценка соотношения стоимости и риска совершаемой сделки также может быть субъективно определена судьей по нормам общего права. Но при этом разрешающая модель корпоративного права, как это видно на примере законодательства ЮАР, не требует голосования акционеров⁴³¹. Оценка же подобных сделок со стороны судов особо предусматривает, во-первых, объективность оценки, а, во-вторых, оперативность принятия решений. А в условиях переходных экономик для совершения указанных сделок требуется одобрение акционеров. Таким образом, Закон в значительной степени перемещает "центр тяжести" защиты прав акционеров от судов к самим акционерам.

Но при совершении корпорациями некоторых видов сделок имеется возможность одобрения их как наблюдательным советом, так и акционерами, в зависимости от значения совершаемой АО крупной сделки⁴³². Так, в отношении сделок с заинтересованностью, согласно Закону, подобное одобрение дается наблюдательным советом, а в предусмотренных в Законе случаях (превышение стоимости имущества, являющегося предметом сделки, 50% стоимости активов АО и др.) решение о совершении сделки принимается общим собранием акционеров⁴³³. В результате такого распределения полномочий, во-первых, увеличиваются затраты на совершение любых сделок с заинтересованностью, ибо созыв общего собрания акционеров является процессом очень затратным, в первую очередь, с точки зрения времени. А с другой стороны, акционеры предохраняются от совершения наиболее ущербных сделок, в случае некомпетентности или заинтересованности наблюдательного совета АО.

⁴³⁰ См.: там же.

⁴³¹ См.: Радыгин А., Энтов Р. Указ. соч.

⁴³² См.: ст.89 Закона.

⁴³³ См.: ч.ч.1–2 ст.93 Закона.

В то же время законодатели учли и возможность создания "запрещающей" модели закона, исходя из опыта США и Великобритании в XIX в., которая ныне применяется в развитых европейских странах⁴³⁴ (Франция, Германия и др.) и в развивающихся странах (как Польша, Венгрия, Турция)⁴³⁵. Фактически по сравнению с "разрешающей" моделью корпоративного права "запрещающая" модель более подходит для условий Узбекистана, поскольку в ней основная материально-регулирующая нагрузка перемещается от судов к более фиксированным правилам.

Для примера, сравним некоторые положения "самодостаточной" модели Узбекистана и "запрещающей" модели корпоративного законодательства Франции⁴³⁶, где при регулировании деятельности корпораций, или *Societe Anonyme*⁴³⁷, установлен обязательный минимум уставного фонда, равняющегося 250 тыс. франков, чем французская модель схожа с "самодостаточной" и отличается от "разрешающей". При этом минимальное количество акционеров при учреждении АО должно быть 7, в отличие от РУз, где подобное ограничение не установлено. Основными средствами контроля агентских проблем во Франции являются высокая концентрированность владения и общее собрание акционеров, чем эта страна в большой мере идентична с РУз. Во Франции, как и в Законе РУз⁴³⁸, существование привилегированных акций ограничено 25% уставного фонда АО. Существует запрет на размещенные, но невыпущенные акции, что отсутствует в РУз. При этом директорам АО во Франции запрещено владение привилегированными акциями. Подобный запрет отсутствует в РУз. Акционеры во Франции утверждают решение совета директоров о выдаче дивидендов, тогда как в РУз акционеры сами принимают подобное решение.

В случае двухслойного правления (общее собрание акцио-

⁴³⁴ См.: Блэк Бернард и др. – С.42.

⁴³⁵ См.: Радыгин А., Энтов Р. Указ. соч.

⁴³⁶ См.: *Modern Company Law for a Competitive Economy. An International Survey of Companies Law in the Commonwealth, North America, Asia and Europe // DTI.* – London. – August, 1998. – P.63–68.

⁴³⁷ С французского буквально переводится как "анонимное общество", как закреплено в Гражданском кодексе и Коммерческом кодексе Франции.

⁴³⁸ См.: ч.2 ст.19 Закона.

неров и совет директоров)⁴³⁹, директорами могут быть и физические, и юридические лица, однако председателем совета директоров может быть только физическое лицо. Все директора должны быть акционерами. Управляющих компании могут назначать как акционеры, так и совет директоров, чем это правило отличается от американского, по которому управляющие назначаются только директорами. Органы управления АО во Франции могут увольняться в любой момент акционерами без всякого на то объяснения. В случае трехслойной системы (общее собрание акционеров, наблюдательный совет, правление) отличиями являются только невозможность занятия одновременно должностей в наблюдательном совете и правлении, а также максимальный состав исполнительного органа 5 человек. Сделки с заинтересованностью во Франции запрещены в целом.

По сравнению с англо-американской моделью корпоративного права, "самодостаточная" модель закона, на наш взгляд, значительно затруднила многие возможные нарушения прав акционеров. В результате, как и в традиционной романо-германской формулярной структуре, с помощью этого закона легче выявить нарушения их прав. Закон наделил акционеров более широкими наблюдательными полномочиями в целях самозащиты. Но, в отличие от "запрещающей" модели, решение многих вопросов предоставлено на усмотрение акционеров, что можно заметить при регулировании сделок с заинтересованностью. В Законе, в отличие от закона Франции, заключение таких сделок предоставлено воле акционеров. В отличие от англо-американской модели, участие акционеров в решении этого вопроса необходимо, что также объясняется неразвитостью других механизмов сдерживания агентских проблем.

Но несмотря на ожидания авторов, Закон еще не проявил себя в полной мере. В частности, задержки дивидендов тоже приносят акционерам немалые потери. В Узбекистане, например, при рассмотрении заявления 49 акционеров АК "Узнефт-

⁴³⁹ Как известно, во Франции структура правления АО может быть двухслойная, как в США, т.е. состоит из совета директоров и общего собрания акционеров, и трехслойная, как в Германии, – из правления (директората), наблюдательного совета и общего собрания акционеров.

никайтаишлаш" установлено, что в нарушении требований ст.ст. 53 и 56 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" группе акционеров не выплачены дивиденды за 2002г. в размере 7 486,2 тыс.сум. Центром было подано исковое заявление в суд по гражданским делам и в процессе рассмотрения дела в суде акционерам обеспечена выплата всей суммы дивидендов, а также пени в размере 845,9 тыс. сум.⁴⁴⁰

Только по результатам проверок, проведенных ЦККФРЦБ РУз, в целом по Узбекистану было выявлено в 2002–2003гг. более 260 случаев невыплаты дивидендов. А в 273 случаях в СМИ не было опубликована информация о выплате дивидендов⁴⁴¹.

Иные менеджеры, чтобы лишить акционеров дивидендов, экспортируют доходы АО в оффшорные предприятия, т.е. их фонды оказываются вне юрисдикции налоговых властей, что зачастую происходит вопреки закону. Еще одна тактика, используемая менеджерами, состоит в следующем. АО продает свои изделия по очень низкой цене дистрибьюторам или другим предприятиям, которые находятся в сговоре с менеджерами.

Не всегда эффективно защищают интересы акционеров и АО в целом и наблюдательные советы. По идее, они должны быть укомплектованы из лиц, не зависящих от менеджеров (управляющих, директоров), и действовать с позиции объективной оценки деятельности исполнительных органов АО, дабы не допускать возможных злоупотреблений со стороны менеджеров.

На деле, к сожалению, все обстоит далеко не так. Например, проведенные по корпорациям Узбекистана проверки показали, что по состоянию на 2003г. в составах наблюдательных советов более чем 75% функционировавших в республике АО находились лица, так или иначе зависящие от исполнительных органов этих АО⁴⁴².

Все это естественно, негативно отражается на состоянии дел во многих АО и реальном обеспечении прав акционеров,

⁴⁴⁰ Информационно-аналитический бюллетень за 2003г. Госкомимущества РУз "Приватизация и развитие частного сектора экономики". – Т., 2004.

⁴⁴¹ См. там же. – Приложение 8.

⁴⁴² См. там же. – С.10.

особенно миноритариев, в том числе по получению ими дивидендов и др.

Ныне, как известно, решения о выплате дивидендов принимаются в соответствии с размером, определенным советом директоров. Данная норма несколько отделяет акционеров от акционерного общества, в чем проявляется тенденция англо-американского права. Мы полагаем, что это изменение должно послужить долгосрочным перспективам АО, тогда как многих акционеров часто волнует лишь краткосрочная прибыль⁴⁴³.

Отныне члены коллегиального исполнительного органа общества (правление, дирекция) не могут составлять более одной четвертой состава совета директоров⁴⁴⁴. Это, конечно, снижает взаимозависимость указанных управленческих органов, в чем мы усматриваем определенную схожесть с регулированием этих отношений во французском законодательстве.

Будем надеяться, что со временем Закон, учитывая возникающие потребности корпоративного управления, начнет эволюционировать, имея тенденции: во-первых, к большей детализации отношений, во-вторых, к усилению защиты прав миноритариев, а в-третьих, нормы закона наделят акционеров в отношении общества более широкими возможностями контроля. Все это, на наш взгляд, приведет к постепенному переходу к запрещающему механизму корпоративного управления, применяемому в настоящее время в основном в европейских странах, как это показано выше на примере Франции.

3.3. Права акционеров в Узбекистане: законодательная регламентация и защита

В Республике Узбекистан, как указывает Президент И.А.Каримов: "Повсеместно создаются акционерные общества, корпорации, холдинговые компании, биржи и так далее. Но если вникнуть глубже, то стиль, методы и принципы работы практически не меняются, результативность этих изменений на

⁴⁴³ См. там же.

⁴⁴⁴ См. там же.

каждом участке, в каждом звене не ощущается, мало что изменилось в сознании людей, в организации труда, в системе его стимулирования. Большинство работающих, будучи владельцами акций, до сих пор не чувствуют себя хозяевами, фактически остаются наемными работниками, которые безучастны к проблемам развития своего предприятия"⁴⁴⁵. Поэтому к числу наиважнейших проблем и актуальнейших задач корпоративного права относятся определение комплекса прав акционеров, обеспечение их эффективной реализации и максимальной защиты законных интересов всех инвесторов, в том числе и крупных, и мелких держателей акций, как юридических, так и физических лиц – участников акционерных обществ (АО) и иных корпоративных институтов.

Мы считаем наиболее значимым правом акционера – право голоса по важным для компании вопросам, например о ее реорганизации или ликвидации, а также о выборах представительного органа (наблюдательного совета, исполнительного органа). Обладатель акций должен быть не только получателем дивидендов с дохода, он прежде всего должен ощутить себя хозяином этого предприятия⁴⁴⁶.

Однако право голосования может быть осложнено рядом обстоятельств. Во многих странах, в том числе в Узбекистане, акционеры не могут голосовать по почте и должны лично явиться для голосования на общее собрание акционеров, что фактически ведет к неосуществлению своих прав по голосованию мелкими акционерами. В развитых странах на суды может быть возложено обеспечение процесса голосования, но и в этом случае управляющие вмешиваются в процесс голосования, влияя на акционеров, скрывая информацию от конкурентов с тем, чтобы обеспечить себе наиболее выгодное положение⁴⁴⁷.

⁴⁴⁵ Каримов И.А. Наши дети должны быть лучше, умнее, мудрее и, конечно, счастливее нас! www.press-sevice.uz

⁴⁴⁶ Каримов И.А. Формирование класса собственников – основной критерий успеха реформ. www.press-sevice.uz

⁴⁴⁷ Не случайно, например, проверки, проведенные в 2002–2003гг. ЦККФРЦБ РУз, выявили 262 случая неопубликования в СМИ объявлений о проведении общих собраний акционеров, 33 случая не соблюдения кворума собраний, 215 случаев отсутствия бюллетеней для голосования, 91 случай не соблюдения периодичности про-

Важным условием реализации прав акционеров, в том числе их права на участие в голосовании, является создание специального представительного органа, который наделяется полномочиями по защите собственности (вкладов) и интересов акционеров, осуществлению контроля над деятельностью управляющих. Представительство являет собой прямую форму корпоративного управления и в случае эффективного действия может решать проблемы, возникающие в ходе деятельности АО. При этом управляющие должны действовать в наилучших интересах компании⁴⁴⁸.

Если права контроля концентрируются у небольшого количества акционеров с достаточно большими долями вкладов (концентрация владения), защита своих прав оказывается для них более легкой, чем в случае, когда права на контроль (право голоса) разделены между многими акционерами. Таким образом, концентрация владения усиливает их правовую защиту. Владельцы крупного блока акций имеют возможности для постоянного получения информации об АО и мониторинга управленческого персонала. Они обладают также достаточным количеством голосов для оказания влияния на управляющих с помощью получения доверенностей или через поглощение⁴⁴⁹. В отдельных случаях крупные акционеры имеют прямой контроль над АО и ее управляющими, владея 51% или большим количеством акций. Крупные акционеры успешно решают таким образом агентскую проблему, поскольку они обладают достаточным контролем над АО, чтобы соблюдались их интересы.

Поскольку крупные акционеры управляют путем реализации своих прав на голосование, их влияние зависит от степени правовой защиты их голосов. Гораздо более проблематична ситуация с миноритарными акционерами, поскольку им необходимо блокироваться с другими акционерами для обеспечения контроля. Возможности управляющих вмешиваться в их

ведения общих собраний акционеров и т.п. (См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – Приложение 8).

⁴⁴⁸ См.: Kaplan L. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. – NY, 1993. – P.13.

⁴⁴⁹ См.: Shleifer F., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1996. – №94. –P.461–488.

дела очень высоки, а в судах защита миноритарных акционеров оказывается намного сложнее. Поэтому владение небольшими блоками акций может быть эффективно в основном лишь при наличии развитой правовой системы, учитывающей все сложности корпоративного права и надежно защищающей права всех участников корпоративной деятельности.

Вместе с тем необходимость определенной правовой защиты признается и всеми крупными инвесторами. Крупным акционерам требуются суды для обеспечения исполнения своих прав. Участники рынка поглощений нуждаются в защитных механизмах приобретения акций и смены представительного органа, а кредиторы нуждаются в судах для возврата кредитов.

Разумеется, крупные инвесторы могут преследовать свои собственные интересы, которые могут не совпадать с интересами других акционеров, особенно мелких. В процессе использования своих прав управления для максимизации собственного благосостояния крупный акционер может, в свою очередь, перераспределять доходы эффективными для себя путями, в ущерб мелким акционерам.

Но в странах с хорошей защитой прав акционеров инвесторы, очевидно, могут позволить себе быть и не крупными. Тогда компании имеют тенденцию к обладанию более распыленным среди акционеров капиталом. И, наоборот, в странах с нестабильной защитой прав акционеров они стремятся компенсировать такой дефект концентрацией владения.

В целом надо сказать, что практика корпоративного управления в разных странах выработала свои собственные механизмы защиты прав акционеров, как-то:

- представительство акционеров (наблюдательный совет);
- доверенности (получение голосов по доверенностям);
- поглощения;
- банкротство.

Еще одним характерным элементом в различных странах является ограничение степени концентрации владения в виде крупных акционеров при надлежащей защите прав всех акционеров и инвесторов.

Так что, несмотря на большие возможности крупных акцио-

неров, принимаются меры и к обеспечению прав мелких акционеров. Поэтому приобретение акций с небольшой стоимостью одной акции возможно при эффективной системе обеспечения прав мелких акционеров, учитывая, что конечными приобретателями их будут именно они. Как отмечает Президент И.А. Каримов, "процесс приватизации приобретет реальные черты, когда заработает вторичный рынок ценных бумаг, когда по-настоящему начнет работать фондовая биржа, когда регулярно будут публиковаться котировки акций, когда у населения появится вкус и стремление стать владельцем этих акций, а сами акции будут не просто безликими бумагами, а действительно станут ценными и будут цениться их владельцами как один из своих важнейших источников дохода"⁴⁵⁰. Поэтому, развитие фондового рынка обеспечивает свободную возможность отчуждения акций, и они приобретаются в большой степени для получения доходов, а не в целях обеспечения контроля над АО. В Узбекистане уже наличествует один из факторов – обеспечение свободной возможности отчуждения акций, закрепленной в законодательстве, а в результате растет доверие к правовой системе, функционирующим рынкам ценных бумаг, что способствует большему притоку инвестиций от мелких акционеров.

Таким образом, по нашему твердому убеждению, ведущая роль в этом деле принадлежит правовой системе и зависит от того, как она может обеспечить реализацию и защиту основных прав всех акционеров.

Как показывает анализ действующего законодательства РУз, основные элементы обеспечения прав акционеров в системе корпоративного управления сводятся к следующему:

1. Определение основных прав акционеров на:
 - надежные методы регистрации права собственности;
 - отчуждение или передачу акций;

⁴⁵⁰ Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова "Наша основная задача – укрепление достигнутых рубежей, последовательное продолжение реформ" на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2003 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2004 год // Народное слово. 19.02.2004.

- получение необходимой информации об АО на своевременной и регулярной основе;
- участие и голосование на общих собраниях акционеров;
- участие в выборах правления;
- долю в прибылях АО;
- участие в принятии решений и получение достаточной информации относительно решений, касающихся принципиальных изменений в АО.

2. Структура капитала и механизмы, позволяющие отдельным акционерам получать степень контроля, несоразмерную с принадлежащей им долей акций, должны предаваться гласности.

3. Рынки для целей корпоративного контроля должны иметь возможность функционировать эффективным и прозрачным образом.

4. Правила и процедуры, регулирующие приобретение контроля над АО на рынках капитала, а также сделки чрезвычайного характера, такие, как слияния и продажа значительной части активов АО, должны четко формулироваться и предаваться гласности, с тем, чтобы инвесторы знали свои права и средства правовой защиты. Сделки должны совершаться по прозрачным ценам и на справедливых условиях, защищающих права всех акционеров в соответствии с их категорией.

5. Механизмы, препятствующие поглощению АО, не должны использоваться для того, чтобы оградить администрацию от подотчетности. Акционеры, включая институт институциональных инвесторов, должны знать, какие издержки и какие выгоды влечет осуществление ими своего права голоса.

6. Структура корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение к акционерам, включая мелких и иностранных акционеров. Все они должны иметь возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.

7. Регламент и процедура проведения общих собраний акционеров должны обеспечивать равное отношение ко всем акционерам. Процедуры, принятые в АО, не должны делать участие в голосовании чрезмерно сложным или дорогостоящим.

8. Операции с использованием внутренней информации, инсайдерские сделки и злоупотребительные операции в собст-

венных интересах должны быть запрещены.

9. Члены правления и управляющие обязаны сообщать о своей материальной заинтересованности в сделках или вопросах, касающихся АО.

Таким образом, эффективная реализация и защита прав всех акционеров прежде всего зависят от закрепления соответствующих норм в законодательстве каждой страны.

Общие принципы системы корпоративного управления и права акционеров уже регламентированы в действующем законодательстве Узбекистана. Законодательство, регулирующее вопросы корпоративного управления в Республике Узбекистан, состоит из различных и взаимосвязанных нормативно-правовых актов (законов, постановлений Кабинета Министров, указов Президента, актов министерств и ведомств и др.).

Базовыми источниками системы корпоративного управления, в том числе защиты прав акционеров, служат в первую очередь Гражданский кодекс Республики Узбекистан (ГК) и Закон Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" (Закон). Связанными с ними источниками являются Законы РУз "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг", "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", "О ценных бумагах и фондовой бирже", "Об аудите", "Об аудиторской деятельности", Указы Президента УП-1270 "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг", УП-1414 "Об образовании Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ Республики Узбекистан", Постановления Кабинета Министров РУз "О мерах по совершенствованию управления акционерными обществами" № 361 и № 257 и др.

ГК формирует общую основу для создания и действия юридических лиц. В частности, в ст.64 ГК сказано, что "участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций".

Закон "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг" решает одновременно несколько задач, в том числе по обеспечению защиты инвесторов, в частности акционеров, путем по-

вышения качества и достоверности предоставляемой им информации и совершенствования системы ее предоставления.

Закон "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" 1996г. достаточно полно раскрывает механизмы взаимоотношений в АО между ее участниками, их права и обязанности.

Одним из фундаментальных положений Закона, касающихся защиты прав акционеров, является использование принципа предоставления простой акцией одинакового объема прав⁴⁵¹. Иными словами, Закон не дифференцирует объем прав по типу акции или по ее владельцу и утверждает принцип "равного отношения к акционерам".

Важным установлением Закона является закрепление за акционером права на участие на общем собрании акционеров и права на голосование, о чем подробно сказано выше.

Акционеры – как владельцы обыкновенных, так и привилегированных акций имеют право на получение части прибыли общества в виде дивидендов (ст.27). И.А.Каримов отмечает, что "необходимо, чтобы акции были не пустыми бумажками, а в полном смысле слова ценными бумагами, за которые каждый ее собственник должен получать свои дивиденды, свой доход"⁴⁵².

Вопрос о выплате дивиденда и его объеме решается руководящими органами общества, и общее собрание не может принять решение о выплате дивидендов, размер которых превышает предложенный наблюдательным советом. Акционерное общество вправе принимать решение о выплате дивидендов ежеквартально, раз в полугодие или раз в год.

С момента принятия общим собранием общества решения о выплате дивидендов последнее считается объявившим об их выплате. Акционер имеет право требовать выплаты объявленных, но не выплаченных дивидендов. Представляется, что в этом случае он может ссылаться на ст.237 ГК (недопустимость одностороннего отказа от исполнения обязательства), а также на ст.56 Закона.

⁴⁵¹ См.: ст.28 "Права акционеров – владельцев обыкновенных акций" и ст.29 "Права акционеров – владельцев привилегированных акций".

⁴⁵² Каримов И.А. Благосостояние народа — критерий нашей деятельности. www.press-service.uz

В соответствии со ст.27 Закона, в число основных прав акционера входят его право на включение в реестр акционеров соответствующего акционерного общества и право получения выписки в отношении себя из этого реестра. Обеспечение этого права предусмотрено ст.15 Закона "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", а также Положением "О реестре акционеров акционерного общества".

Законодательство Узбекистана предусматривает достаточно подробно регламентированный метод обеспечения регистрации права собственности, который в общем соответствует принципам корпоративного управления.

Важным для акционеров является и их право на отчуждение или передачу акций. Будучи фундаментальным правом инвестора (акционера), оно характеризует особенность акционерного общества в том плане, что отчуждаемость долей в акционерном обществе является свободной, в отличие от общества с ограниченной ответственностью. Само это право зафиксировано в Гражданском кодексе, в 6-й главе, где определяется оборотоспособность объектов гражданских прав, в том числе ценных бумаг.

В соответствии с Законом (ст.ст.106–107), акционеры имеют также право на получение информации о решениях, касающихся принципиальных изменений в корпорации, таких, как: внесение изменений в устав или в аналогичные документы корпорации, разрешения на выпуск дополнительных акций, сделки чрезвычайного характера; в Законе они определены как "крупные сделки" (ст.ст.89–90).

Законодательством предусмотрены различные институты для защиты этих и других прав акционеров. В соответствии со ст.114 Закона:

"Права акционеров защищаются:

- эмитентом (органами управления акционерного общества) путем выполнения обязанностей, установленных настоящим Законом и предусмотренных уставом;
- инвестиционными институтами и фондовыми биржами в соответствии с законодательством; добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- страховыми организациями;
- уполномоченным государством органом по регулированию и координации рынка ценных бумаг;
- аудиторами;
- правоохранительными органами.

Споры, возникающие между акционерами и другими субъектами рынка ценных бумаг, разрешаются в судебном порядке".

Опираясь на эти нормы Закона, акционер может использовать различные правовые средства для защиты своих прав и законных интересов. Во-первых, он может использовать свои организационные права по требованию о выкупе акций, по требованию о созыве внеочередного собрания акционеров – при условии, что он обладает не менее 10% акций от уставного фонда корпорации, на участие в формировании управляющих органов корпорации. Во-вторых, акционер может обратиться за защитой в уполномоченные государственные органы, а именно в Центр по координации и контролю за рынками ценных бумаг при ГКИ Республики Узбекистан и правоохранительные органы.

В-третьих, у акционера имеется право использования судебной защиты. Это в первую очередь и в наибольшей степени относится к мелким акционерам. Крупные акционеры, обладающие большим пакетом акций, могут и на практике осуществляют эффективную защиту своих прав посредством проведения нужных им решений на общем собрании акционеров и с помощью лиц, избранных в органы управления. Но когда встает вопрос о пресечении действий менеджмента корпорации, наносящих акционеру убытки, в суд может обратиться акционер, владеющий более 1% акций (ст.88 Закона об АО).

В защите прав и законных интересов акционеров, инвесторов и иных физических и юридических лиц, вовлеченных в деятельность корпораций и рынка ценных бумаг, самое активное участие призваны играть и соответствующие государственные органы, такие, как, скажем, Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг и суды (хозяйственный, гражданский и др.).

Указанный Центр как уполномоченный государством орган реализует государственную политику в области рынка ценных

бумаг, регулирует профессиональную деятельность его участников, осуществляет защиту их прав и законных интересов и т.д.⁴⁵³

Только за 2003г. Центром были рассмотрены 321 жалоба и обращение инвесторов. В отношении 87 акционерных обществ выданы предписания по устранению нарушений, применены экономические санкции в размере 39,3 млн. сум., по 28 фактам нарушений законодательства материалы переданы в судебные и правоохранительные органы, а также обеспечена выплата инвесторам дивидендов свыше 35 млн. сум.

В частности, при рассмотрении заявления 49 акционеров АК "Узнефтникайтаишлаш" установлено, что в нарушении требований ст.ст. 53 и 56 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" группе акционеров не выплачены дивиденды за 2002г. в размере 7 486,2 тыс.сум. Центром было подано исковое заявление в суд по гражданским делам и в процессе рассмотрения дела в суде акционерам обеспечена выплата всей суммы дивидендов, а также пени в размере 845,9 тыс. сум.

В течение 2003г. Центром в целях защиты прав инвесторов и устранения других нарушений законодательства внесено 261 исковое заявление в суд, из них по 178 (68,2%) искам требования удовлетворены, 77 (29,5%) находятся на стадии рассмотрения, 6 (2,3%) судом не удовлетворены.

Проведены проверки в 492 акционерных обществах и инвестиционных институтах, в ходе которых выявлено 3754 нарушения законодательства о рынке ценных бумаг. В результате принимаемых Центром мер количество нарушений по сравнению с 2002г. уменьшилось на 30,5%. Мониторинг и анализ информации о нарушениях на рынке ценных бумаг показывает, что значительное место в общей массе нарушений составляют нарушения, связанные с раскрытием участниками рынка ценных бумаг информации. Так, в частности, за 2003г. выявлено 128 фактов неопубликования проспектов эмиссии, 145 фактов неопубликования в средствах массовой информации объявляе-

⁴⁵³ См.: Положение о Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ Республики Узбекистан. Приложение N 3 к Постановлению КМ РУз от 30.03.1996 г. N 126 // ИПС Норма от 30.04.2004.

ний о проведении общего собрания акционеров и годового отчета, 35 фактов непредставления годового отчета органам надзора, 90 фактов неопубликования в СМИ информации о выплате дивидендов.

По результатам проверок нарушителям выдано 351 предписание об устранении нарушений, применены экономические санкции на общую сумму 173,7 млн. сум.⁴⁵⁴

В целях устранения фактов нарушения Закона Республики Узбекистан "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" Центром были направлены предписания всем участникам рынка ценных бумаг, которыми они предупреждены о недопущении в своей деятельности нарушений по приобретению акций свыше 35% от уставного фонда одного эмитента.

Анализ практики рассмотрения Центром заявлений о защите прав акционеров свидетельствует о том, что в основном нарушения прав акционеров связаны с порядком проведения общего собрания акционеров, ведения реестра акционеров и выплаты дивидендов.

Что касается применения средств судебной защиты прав и законных интересов акционеров, следует подчеркнуть, что в первую очередь и в наибольшей степени это относится к миноритарным акционерам. Как уже говорилось, акционеры, обладающие большинством акций, могут достаточно эффективно защищать свои права посредством проведения соответствующих решений на общем собрании, а также через лиц, избранных ими в органы управления. Но если речь идет о пресечении действий управленцев общества, наносящих ему убытки, то обратиться в суд с требованием о признании сделок недействительными, разумеется, может любой акционер, в том числе и имеющий контрольный пакет акций.

Чтобы механизмы судебной защиты прав и законных интересов акционеров заработали на практике, необходимы и активные действия самих акционеров, их стремление отстаивать свои права и интересы через суд, используя предоставленные

⁴⁵⁴ См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – С.10–11; Приложения 7,8.

законом возможности.

Суды (по гражданским делам и хозяйственные), а также уполномоченные на то государственные органы неоднократно выявляли и пресекали различные правонарушения, допускаемые в акционерных обществах Узбекистана (в том числе по жалобам акционеров), которые так или иначе ущемляли права акционеров, их законные интересы.

Например, в 2003г. в ОАО "Узметалсавдо" было проведено внеочередное собрание акционеров, принявшее решение о внесении изменений в его уставный фонд. Однако на этом собрании не был обеспечен предусмотренный Законом кворум, а потому Шайхантаурский межрайонный суд г.Ташкента по гражданским делам своим определением отменил это решение указанного собрания⁴⁵⁵.

30 июля 2002г. Ташкентский городской хозяйственный суд признал недействительным решение внеочередного общего собрания акционеров СП "Спортлото Лтд." от 16.07.2002г. о назначении генерального директора этого СП, поскольку не все участники его были своевременно извещены о проведении и повестке дня указанного собрания, а в результате его решение было принято (как видно из протокола данного собрания) 60% голосов (причем заочным голосованием), тогда как по Закону такие решения могут приниматься лишь большинством не менее, чем 2/3 голосов⁴⁵⁶.

12 апреля 2001г. Ташкентский городской хозяйственный суд признал не имеющим силы протокол внеочередного собрания акционеров ОАО "Узавтосозлаш", поскольку утверждение этим собранием решения наблюдательного совета данного ОАО не было запротоколировано надлежащим образом и были нарушены требования Закона, касающиеся составления и оформления списка акционеров этого ОАО⁴⁵⁷.

В 2002г. СП "Кока-Кола ичимлиги Узбекистон Лтд." приняло решение о совершении крупной сделки на сумму, превышаю-

⁴⁵⁵ Из текущего архива Шайхантаурского межрайсуда г.Ташкента по гражданским делам за 2003г.

⁴⁵⁶ Из текущего архива Ташкентского городского хозяйственного суда за 2002г.

⁴⁵⁷ Там же, материалы за 2001г.

щую 50% балансовой стоимости активов общества, нарушив требования Закона о том, что такие крупные сделки осуществляются по решению общего собрания акционеров при наличии большинства в 2/3 голосов акционеров-владельцев голосующих акций, присутствующих на собрании. В связи с нарушением этой нормы ОАО "Наманган салкин ичимликлар", чьи интересы были ущемлены действиями СП "Кока-Кола ичимлиги Узбекистон Лтд.", обратилось с иском в Ташкентский городской хозяйственный суд. Указанный суд своим решением от 14.02.2002г. признал этот иск обоснованным, а потому решение СП "Кока-Кола..." о совершении крупной сделки недействительным⁴⁵⁸.

В начале 2004г. Ташкентский городской хозяйственный суд по представлению Минюста РУз отменил решение внеочередного общего собрания ОАО "Узгаришагротаъминот" от 26.04.2004г. о преобразовании его в иную организационно-правовую форму – ООО "Узгаришагросервис", а также решение проведенного в тот же день общего собрания учредителей этого новообразованного ООО.

Дело в том, что в повестку дня внеочередного общего собрания ОАО "Узгаришагротаъминот" от 26.04.2004г. был включен лишь один вопрос – о преобразовании его в ООО "Узгаришагросервис". Однако на самом этом собрании в повестку дня были включены и затем рассмотрены еще два вопроса: 1) об исключении из указанного ОАО акционеров, не присутствовавших на данном собрании, и 2) о проведении в тот же день первого общего собрания учредителей нового ООО. Суд указал, что Закон (ст.66) не разрешает изменять утвержденную повестку дня ОСА, включать в нее и рассматривать иные вопросы, не предусмотренные объявленной повесткой дня. Тем более, что были явно ущемлены интересы многих акционеров. Поэтому судом были отменены упомянутые выше решения как ОАО, так и вновь созданного ООО⁴⁵⁹.

Закон содержит целый ряд положений, которые могут использоваться акционерами для судебной защиты своих прав и законных интересов. Здесь можно выделить следующие основ-

⁴⁵⁸ Там же, материалы за 2002г.

⁴⁵⁹ Там же, материалы за 2004г.

ные средства судебной защиты акционеров, в первую очередь миноритарных:

1) обжалование (и отмена) решений общего собрания акционеров и других органов управления акционерного общества;

2) предъявление исков о понуждении общества произвести выкуп акций в случаях, когда право на выкуп появляется у акционера в соответствии с законом;

3) взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей либо другого хозяйственного товарищества или общества, контролирующего его деятельность;

4) предъявление исков о недействительности крупных сделок, совершенных в нарушение установленного порядка;

5) предъявление исков о признании недействительными сделок, в которых имелась заинтересованность лиц, оказывающих влияние на ведение дел общества;

6) взыскание с общества сумм дивидендов;

7) предъявление исков в связи с нарушением права акционера на информацию, доступ к которой предусмотрен законодательством.

Согласно п.8 ст.49 Закона, акционер вправе обжаловать в суд решение, принятое общим собранием акционеров с нарушением требований Закона, иных правовых актов, устава общества, если он не принимал участия в общем собрании акционеров или голосовал против такого решения и указанным решением нарушены его права и законные интересы. Решение общего собрания может быть признано недействительным, во-первых, по формальным основаниям, связанным с нарушением процедуры созыва и проведения собрания (например, когда отсутствовало отвечающее правилам ст.52 Закона уведомление о проведении собрания, имели место нарушения при составлении списка акционеров, имеющих право на участие в собрании, решения собрания принимались в отсутствие необходимого кворума и т.д.), а во-вторых, в случае принятия общим собранием решения по вопросам, выходящим за пределы его компетенции, определенной Законом об акционерных обществах.

Кроме положений об обжаловании решений общего собрания акционеров, Закон об акционерных обществах содержит

также нормы о признании недействительными решений наблюдательного совета общества. Согласно п.5 ст.53, может быть обжаловано в суд решение наблюдательного совета об отказе во включении вопроса в повестку дня общего собрания акционеров или кандидата в список кандидатур для голосования по выборам в наблюдательный совет общества и ревизионную комиссию (ревизора). Кроме того, акционерами, обладающими в совокупности не менее чем 10 процентами голосующих акций общества, может быть обжаловано в суд решение наблюдательного совета об отказе от созыва внеочередного общего собрания.

Решения исполнительных органов общества (коллегиального или единоличного) тоже могут быть оспорены в судебном порядке путем предъявления иска о признании их недействительными, если они не отвечают требованиям Закона и иных нормативно-правовых актов и нарушают права и охраняемые законом интересы акционера. Ответчиком по такому делу будет акционерное общество.

Одной из важных гарантий защиты интересов миноритарных акционеров является предоставляемая им законом возможность прекратить свое участие в обществе, получив при этом справедливое возмещение. Очевидно, что нормальным путем прекращения участия в акционерном обществе будет продажа акций другим акционерам или на свободном рынке. Однако возникают ситуации, когда этот путь акционеру недоступен, а дальнейшее его участие в обществе в силу не зависящих от него обстоятельств становится невыгодным.

Закон об акционерных обществах предусматривает два случая, когда акционер может потребовать выкупа обществом всех или части принадлежащих ему голосующих акций:

1) при реорганизации общества или принятии его общим собранием решения о совершении крупной сделки, если акционер голосовал против этих решений либо не принимал участия в голосовании по этим вопросам;

2) при внесении в устав общества изменений и дополнений, ограничивающих права акционера, если он голосовал против принятия соответствующего решения или не принимал участия в голосовании.

Следует подчеркнуть, что при рассмотрении таких споров перечень оснований, дающих акционеру право требовать выкупа акций, установленный ст.75 Закона, является исчерпывающим. С исками подобного рода могут обращаться и владельцы привилегированных акций, если в соответствии со ст.32 (п.п. 3–5) и ст.49 Закона (п.1) они имеют право участвовать в общем собрании с правом голоса.

В Законе установлен особый порядок совершения так называемых "крупных сделок" акционерных обществ. В соответствии со ст.79 Закона, совершение акционерным обществом крупной сделки возможно лишь при наличии единогласного решения наблюдательного совета – при стоимости приобретаемого или отчуждаемого по сделке имущества от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества на дату принятия такого решения, либо по решению общего собрания акционеров – при более высокой стоимости такого имущества или при недостижении наблюдательным советом единогласия относительно совершения такой сделки. При заключении таких сделок могут нарушаться права и интересы отдельных акционеров, особенно миноритарных. Поэтому они могут предъявлять в суд иски о недействительности такой сделки.

Законом предусмотрен и особый порядок совершения сделок, в которых имеется заинтересованность лиц, оказывающих влияние на формирование корпоративной воли общества. Круг этих лиц определен в ст.81 Закона.

Решение о заключении обществом сделки, в которой имеется заинтересованность одного из названных в Законе лиц, принимается наблюдательным советом общества, причем "заинтересованные" директора в принятии решения не участвуют. В двух случаях, однако, решение должно приниматься общим собранием акционеров: 1) если сумма оплаты по сделке и стоимость имущества, являющегося предметом сделки, превышают 2% активов общества; 2) если сделка и (или) несколько взаимосвязанных между собой сделок являются размещением голосующих акций общества или иных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, в количестве, превышающем 2% ранее размещенных обществом голосующих акций.

Как уже сказано выше, с момента принятия решения о выплате дивидендов у акционера появляется право на их получение. Это право также подлежит защите в судебном порядке: в случае задержки выплаты объявленных дивидендов акционер вправе обратиться в суд с иском о взыскании с общества причитающихся ему сумм.

Предусмотрена Законом и судебная защита прав акционеров, нарушенных держателем реестра. В условиях, когда подавляющее количество акций выпускается в бездокументарной форме, роль реестра существенно возрастает, поскольку запись на лицевых счетах у держателя реестра, согласно ст.32 Закона об механизме функционирования рынка ценных бумаг, становится единственным удостоверением права акционера (за исключением случая учета прав на ценные бумаги в депозитарии, когда таким удостоверением признается запись по счетам депо). В соответствии со ст.29 этого же Закона, переход права собственности на эмиссионные ценные бумаги должен сопровождаться уведомлением держателя реестра.

В этой связи ст.45 Закона об акционерных обществах предусматривает, что отказ от внесения записи в реестр акционеров может быть обжалован в суд. В случае необоснованности как отказа, так и уклонения держателя реестра от внесения записи суд по требованию акционера обязывает держателя реестра внести необходимую запись, причем с даты, с которой она должна быть внесена в соответствии с законом.

Вопрос об имущественной ответственности держателя реестра имеет большое практическое значение, поскольку в некоторых случаях он является единственной реальной фигурой, которая может возместить причиненный акционеру ущерб.

Возможно также обращение с требованием о признании недействительной записи в реестре акционеров, которой акции списываются со счета истца и записываются на счет другого лица, в частности в тех случаях, когда запись вносилась без согласия владельца акций. Суды могут прекратить дело о признании недействительной корректирующей записи со ссылкой на то, что такая запись не может быть признана сделкой, не является актом государственного органа и Законом об акцио-

нерных обществах такой способ защиты гражданских прав не предусмотрен. Однако, согласно ст.29 Закона о механизме функционирования рынка ценных бумаг, запись в реестре акционеров фиксирует право собственности лица на соответствующее количество акций. Внесение изменений в эту запись без ведома и указаний акционера является нарушением его права собственности. Поэтому иск о признании неправомерными таких изменений в реестре акционеров с требованием о восстановлении прежней записи может быть по существу иском о защите нарушенного права.

Закон предусматривает также: право акционера иметь необходимую информацию о делах общества, чьими акциями он владеет, знакомиться с его учредительными и иными документами, получать своевременную и полную информацию, необходимую для подготовки к участию в общем собрании акционеров. Предусмотрено и право акционера на информацию при осуществлении обществом эмиссии. Наряду с правами акционера как любого инвестора на информацию, достаточную для принятия решения о целесообразности новых инвестиций в общество, он имеет также право на своевременное получение информации об основных стадиях осуществления эмиссии с тем, чтобы в случае нарушения в процессе эмиссии его прав использовать предоставленные законодательством средства защиты. (ст.ст.107, 108 Закона).

Акционерное общество обязано обеспечить акционерам доступ ко всем документам, перечисленным непосредственно в Законе. Эти вопросы подробно рассмотрены ниже, в главе IV.

Для акционеров немаловажна и информированность об эмиссии с самых первых стадий ее осуществления. Поэтому п.4 ст.52 Закона об акционерных обществах предусмотрено, что уже при подготовке к проведению общего собрания акционеров, в повестку дня которого включен вопрос о размещении акций или ценных бумаг, конвертируемых в акции, акционерам среди других материалов должен быть предоставлен протокол заседания наблюдательного совета, содержащий решение об определении рыночной стоимости указанных ценных бумаг и отражающий кворум и результаты голосования.

И если, по мнению акционера, в результате эмиссии нарушаются или могут быть нарушены его права, он может обратиться с жалобой в ЦКК или с иском в суд.

Акционерное общество, как уже говорилось, может увеличивать свой уставный капитал путем увеличения номинальной стоимости размещенных акций или путем размещения дополнительных акций. Для этого в соответствии с уставом общества должно быть принято решение общего собрания или наблюдательного совета о выпуске ценных бумаг. Если такое решение принимается с нарушением предусмотренных законодательством прав акционеров, может быть заявлен иск о признании решения недействительным.

Если устав акционерного общества не содержит записи о преимущественном праве или когда общее собрание акционеров приняло решение о неприменении преимущественного права, акционер имеет в отношении приобретения дополнительно выпускаемых ценных бумаг те же права, что и обычный инвестор.

Выпуск ценных бумаг, в отношении которого нарушения обнаружены после регистрации отчета, по решению суда может быть признан недействительным. И если выпуск признан несостоявшимся или недействительным, эмитент должен вернуть несостоявшимся владельцам ценных бумаг денежные средства или иное имущество, полученное в счет оплаты ценных бумаг. Правила о возврате нацелены, в первую очередь, на защиту прав несостоявшихся владельцев. При несогласии с размером возвращаемых средств владелец ценных бумаг вправе обратиться в суд.

ВЫВОДЫ

Рассмотренное нами взаимодействие различных механизмов корпоративного управления позволяет сделать вывод, что каждый из существующих в той или иной стране механизмов корпоративного управления является результатом определенной степени правовой защищенности акционеров и кредиторов. При этом право при своем формировании не только поддается

существующему состоянию корпоративного управления, как, например, развитость рынка ценных бумаг или концентрированность владения, но и, наоборот, является фундаментальным и основным фактором, формирующим другие механизмы корпоративного управления, задавая определенную структуру владения и развитость рынка ценных бумаг. Поэтому формирование корпоративного права в Узбекистане при существующих в стране факторах корпоративного управления, на наш взгляд, не приведет к должному прогрессу в этой сфере. Корпоративное право должно не только учитывать существующие условия страны, но и опережать их, примером чего может служить принятие в 30-х годах XXв. в США законодательства по рынку ценных бумаг, которое вместо адаптации к существующим условиям, наоборот, определило дальнейшее направление формирования этих условий, таким образом опередив свое время. В странах континентального права суды почти не обладают законодательными полномочиями, а в результате корпоративный сектор в континентальном праве регулируется менее эффективно, проявляя медленную реакцию на социальные изменения, чем в общем праве. Но правовой опыт США по регулированию рынка ценных бумаг говорит о возможности его эффективного регулирования даже на основе норм романо-германского права.

Если в США в процессе формирования корпоративного права большое внимание уделялось защите прав акционеров, то в Германии главное внимание было направлено на защиту интересов кредиторов. Но, как показывает ряд исследований, а также приведенный нами материал, большая зависимость акционерных обществ от кредитного финансирования является индикатором плохой защищенности прав акционеров и неэффективного корпоративного управления, ибо это – признак трудной доступности акционерного финансирования, что особенно проявилось на практике Германии, в отличие от США и Великобритании. Недоступность акционерного капитала, с другой стороны, объясняется и высокой концентрированностью

владения, что, в свою очередь, является результатом плохой правовой защищенности акционеров: концентрация владения является наиболее надежным способом решения проблем между акционерами и менеджерами, но порождает вторую группу агентских проблем – между крупными и мелкими акционерами.

Все это, на наш взгляд, надо учитывать, развивая нормы корпоративного права в конкретных условиях Узбекистана, где очень важно усилить правовую защиту акционеров.

Как показано в работе, действующее законодательство РУз предусматривает активную роль государственных органов, особенно суда, в защите прав и законных интересов акционеров. Но мы считаем, что возмещение реального ущерба, нанесенного акционеру (или акционерам) в результате неправомερных действий со стороны органов правления АО, должно осуществляться по решению суда за счет конкретно виновных лиц, а не из средств АО, т.е. в сущности тех же акционеров, что и следует четко записать в Законе.

С переходом на рыночные отношения в Узбекистане возникла сложная ситуация. Пришлось с "белого листа" пересоздавать всю социально-экономическую структуру для нормального функционирования новой для страны экономики, в том числе корпораций, с соответствующими правовыми механизмами их регулирования.

Как отмечалось в работе, корпоративные законодательства различных стран в настоящее время значительно отличаются между собой, что является результатом сложившихся в этих странах различных социальных факторов. Исследование показало, что регулирование корпоративного сектора является задачей очень сложной, ввиду сильной зависимости корпоративного управления и качества защиты прав акционеров от сложившихся в той или иной юрисдикции социально-экономических условий. Даже в высокоразвитых европейских странах, как Германия, Франция и др., до сих пор существуют проблемы защиты и обеспечения прав акционеров.

В Узбекистане еще не отрегулирована должным образом работа государственных органов, особенно судов, которые должны играть важную роль в улучшении корпоративного управления. К тому же у нас многие люди, будь то акционеры или управляющие постсоциалистических приватизированных предприятий, до сих пор переживают советский менталитет, что также значительно препятствует развитию системы защиты прав инвесторов и мешает завоевать их доверие. Владение в РУз было значительно сконцентрировано, что, в свою очередь, порождает такую задачу корпоративного права, как защита интересов меньшинства акционеров. Однако концентрированность акций в стране имеет свою специфику, т.е. акции концентрировались в руках служащих и управляющих компаний, но фактический контроль над АО осуществляли менеджеры.

Учитывая эти и некоторые другие факторы, была создана "самодостаточная" модель Закона РУз. Целью его создания было преодоление возникших в переходной экономике трудностей. Закон должен был предусматривать более четкие и эффективные нормы корпоративного права и защиты прав акционеров таким образом, чтобы право как можно меньше опиралось на судебную, а также государственную правоприменительную систему. Но в то же время при проектировании закона авторы постарались создать как можно меньше ограничительных норм в корпоративном праве, чтобы не ограничивать предпринимательскую деятельность корпорации. В результате многие нормы Закона не носили запрещающий характер, а предоставляли применение того или иного запрета самим акционерам.

Однако, как показывает изучение действующего Закона и правоприменительной практики, до сегодняшнего дня самодостаточный закон не проявил еще должной эффективности. Тут сказывается действие ряда факторов. Во-первых, была значительно повышена концентрированность владения в акционерных обществах. Во-вторых, природа правовых нарушений в АО показывает, что в большинстве случаев правонарушители часто пользовались альтернативными положениями Закона, что сде-

лало условия для их правонарушений более гибкими и даже легко скрываемыми. Надо отметить, что в последнее время в Закон внесен целый ряд серьезных изменений, в результате которых бывшие "самодостаточные" нормы заменены на "запрещающие". Сделан еще больший акцент на права меньшинства акционеров, а некоторые нормы Закона более детализированы императивными правилами. Это также свидетельствует о тенденции изменения Закона в сторону "запрещающей" модели, что, пожалуй, становится неизбежным в современных условиях.

Но, разумеется, и в дальнейшем ученым и практикам необходимо совместными усилиями обеспечить глубокое, всестороннее изучение действующего законодательства в интересах повышения его реальной эффективности для успешного развития корпоративной деятельности и усиления защиты прав ее участников, особенно акционеров. Главное – тщательно отрабатывать нормы Закона, чтобы оставить меньше возможностей для возникновения корпоративных конфликтов, ущемления прав миноритарных акционеров и внешних акционеров (инвесторов), а вместе с тем – содействовать эффективному развитию корпоративной деятельности и повышению устойчивости созданных АО.

ГЛАВА IV

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И ИНСАЙДЕРСКИЕ СДЕЛКИ В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВООТНОШЕНИЙ

4.1. Раскрытие информации – один из важных способов защиты прав собственности акционеров

Формирование акционерной собственности вызывает необходимость ее защиты. На наш взгляд, защиту права собственности владельцев ценных бумаг следует рассматривать с позиции защиты владения. В этой связи уместно привести мнение К.И.Скловского: "Можно сказать, что и сама проблема сущности владения – факт это или право – возникла из сложившихся способов его защиты"⁴⁶⁰. То есть право владения связано с его защитой. Но для обеспечения защиты прав владения собственностью, в данном случае ценными бумагами, надо создать соответствующее правовое поле.

Необходимость защиты прав владения ценными бумагами в условиях раскрытия информации, по нашему представлению, предполагает наличие соответствующих норм в Гражданском кодексе страны или в Законе "О ценных бумагах". Однако в ГК мы не находим даже намека на защиту прав владельцев ценных бумаг, хотя, с определенной натяжкой, в качестве такой защиты можно признать положение ст.231, где сказано: "Собственник может требовать устранения всяких нарушений его права, хотя эти нарушения и не были связаны с лишением владения (негаторный иск)"⁴⁶¹. Однако данная статья ГК носит общий характер и не учитывает правовых нарушений, возникающих в связи с раскрытием информации о ценных бумагах. Последнее имеет двойкий характер. С одной стороны, раскрытие информации о ценных бумагах является способом привлечения дополнитель-

⁴⁶⁰ См.: Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. – М.: Дело, 2002. – С.298.

⁴⁶¹ См.: Гражданский кодекс Республики Узбекистан. – Т.: Адолат, 2003. – С.93.

ных финансовых ресурсов в АО, а с другой, – выступает источником защиты прав владения собственностью.

Правовые аспекты защиты прав владения вещью, в том числе ценной бумагой, в условиях раскрытия информации о ней, с нашей точки зрения, должны подпадать под соответствующие статьи Гражданского кодекса соответствующей страны.

Вместе с тем можно отметить, что владельческая защита обычно классифицируется тремя группами интердиктов, направленных на: удержание существующего владения; возвращение насильственно или тайно утраченного владения; установление владения впервые, причем последние считаются квазивладельческими⁴⁶².

Итак, для нас совершенно очевидно, что независимо от объекта собственности любая собственность должна защищаться. Стало быть, защиту должны иметь и ценные бумаги, подпадающие под требование раскрытия информации о них. В связи с этим нам представляется, что в ГК следует внести определенные дополнения, касающиеся правовых аспектов защиты прав владельцев ценных бумаг. Причем эти дополнения должны учитывать современные международные требования о раскрытии информации по ценным бумагам.

Наряду с этим, на наш взгляд, целесообразно исследовать рассматриваемую проблему с позиций динамики собственности. Дело в том, что уровень раскрытия информации об эмитенте может по-разному влиять на спрос на акции со стороны потенциальных инвесторов, а это означает, что изменяется объем реализуемых на рынке акций. Поэтому мы считаем возможным говорить о динамике собственности. Это связано с тем, что "вещь перемещается, транспортируется, применяется любым образом, находясь в это время у кого-либо в собственности, и юридически вещь оказывается, не выходя из собственности одного лица, на равных правах (аренды, залога, подряда и т.д.). Следовательно, пребывание вещи в собственности не исключает ни юридических, ни механических ее изме-

⁴⁶² См.: Римское частное право. – М., 1948. – С.185.

нений, т.е. динамики"⁴⁶³.

Это свидетельствует о том, что динамика собственности зависит и от уровня раскрытия информации о вещи, в нашем случае – об акциях эмитента. Отсюда вполне очевидно, что чем больше уровень раскрытия информации, тем более инвестор будет уверен в стабильности совершаемого им действия по приобретению акций.

Финансируя акционерные общества, инвесторы получают определенные права, которые обычно защищаются посредством правовых механизмов. Эти права включают в себя и требование раскрытия информации, и правила отчетности, благодаря чему инвесторам предоставляется информация, в которой они нуждаются для реализации их прав⁴⁶⁴. Поэтому в современной мировой корпоративной практике распространено требование к эмитенту, в соответствии с которым акционерное общество обязано раскрыть информацию о своей деятельности, а также об эмиссии акций. Как правило, целью подобного обязательства является защита интересов инвесторов, в первую очередь акционеров⁴⁶⁵, для предотвращения совершения ими неадекватных инвестиций в результате слабой информированности. Однако до сих пор, на наш взгляд, уделяется мало внимания корпоративно-управленческим эффектам подобного требования раскрытия информации⁴⁶⁶. С другой стороны, существует мнение, что обязательное раскрытие информации может быть опасно для рынка, что связано с ограничением конкурентоспособности компаний и трудностями определения четких границ между коммерческой тайной и необходимостью обеспечения прозрачности корпораций⁴⁶⁷. Анализируя

⁴⁶³ См.: Скловский К.И. Указ. соч. – С.96.

⁴⁶⁴ См.: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. – 2001. – №35. – P.5.

⁴⁶⁵ Учитывая их статус, по которому они расплачиваются по обязательствам общества своим имуществом, в отличие от тех, кто дает обществу деньги.

⁴⁶⁶ Одним исключением является работа: Louis Lowenstein. Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure // Colum. L. Rev. – 1996. – №96. – P.1335.

⁴⁶⁷ См.: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. См.: <http://www.iet.ru>

эти эффекты, мы полагаем, что требуемое раскрытие информации может улучшить корпоративное управление в некоторых важных аспектах.

Прежде чем далее рассматривать этот вопрос, мы считаем важным определиться со значением выражения "требуемое раскрытие информации". "Требуемое раскрытие информации", используемое в данной работе, означает любое правовое обязательство менеджмента эмитента регулярно раскрывать информацию о своей деятельности, которая в ином случае, кроме правового принуждения, не будет раскрыта⁴⁶⁸. В РУз основными непосредственными источниками являются Положение ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", а также другие нормативные акты, регулирующие корпоративную инвестиционную деятельность.

Данный вопрос мы рассматриваем здесь в основном в двух аспектах. Во-первых, когда раскрытие информации влияет на корпоративное управление в различных аспектах, как труд, экология, общество в целом, – будут рассматриваться только интересы акционеров. Во-вторых, предметом нашего рассмотрения будут эмитенты с акциями, которые активно обращаются на рынке, а не акционерные общества, которые контролируются одним или блоком акционеров.

Общеизвестно, что раскрытие информации играет очень важную роль при защите прав собственности акционеров. Как указывают Ла Порта, Вишни, Лопез де Силанез и А.Шляйфер, "когда инвесторы финансируют компании, они сталкиваются с риском, и часто оказываются близки к возможности того, что их

⁴⁶⁸ Есть несколько причин нежелания эмитента раскрывать информацию о своей деятельности, если бы не существовало подобного правового обязательства. Раскрытием информации могут воспользоваться конкуренты, основные поставщики и клиенты. Любая информация, положительная или отрицательная, может помочь понять состояние бизнеса эмитента лучше и уменьшить риск неудачи при недружественных поглощениях. Негативная информация может представить менеджмент в плохом свете, что также создает опасность недружественных поглощений или коллективного действия акционеров против менеджмента, что может быть предотвращено сокрытием отрицательной информации, и наоборот, предоставлением ложной положительной информации о деятельности общества. См. подробнее: Merritt B. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. – 1999. – №85. P.98–124.

инвестиции никогда не материализуются, так как контролирующие акционеры или менеджеры экспроприируют их. Корпоративное управление в большой степени является совокупностью механизмов, посредством которых внешние инвесторы защищают себя от экспроприации со стороны инсайдеров (подразумеваются контролирующие акционеры или менеджеры). При этом обычно экспроприация может носить различные формы. В некоторых случаях инсайдеры просто крадут дивиденды. В иных случаях инсайдеры продают товары, имущество или дополнительные акции общества, которое они контролируют, другой фирме по низким рыночным ценам"⁴⁶⁹. Далее авторы указывают: "Когда инвесторы финансируют фирмы, они типично получают определенные права или полномочия, которые, в общем, защищаются через правоприменение. Некоторые из этих прав включают раскрытие информации и правила отчетности, которые обеспечивают инвесторов информацией, в которой они нуждаются для осуществления своих прав". При этом основными имущественными правами являются остаточные права⁴⁷⁰ и права на дивиденды, которые в целом и определяют значение существования корпорации.

Роль раскрытия информации в защите имущественных интересов акционера, по нашему мнению, можно очень просто объяснить тем, что акционер сможет защитить свои инвестиции от их экспроприации, только если акционер будет знать о подобном нарушении. Так, при краже, в классическом уголовно-правовом значении этого слова, потерпевший обычно в момент лишения своей собственности не знает о том, что подобное деяние совершается, ибо в ином случае он предотвратил бы подобные действия вора. Итак, мы видим, что в случае кражи именно отсутствие у потерпевшего в необходимый момент информации о нарушении его прав собственности стало причиной нарушения его прав.

В общих чертах, представляется, что та же ситуация проис-

⁴⁶⁹ См.: Rafael La Porta, etc. Op. cit. – P.1.

⁴⁷⁰ Под остаточными правами акционеров в англо-американской литературе понимаются права акционеров на собственность корпорации при ее реорганизации и ликвидации, т.е. в случае перераспределения собственности между акционерами.

ходит в сфере отношений акционеров и инсайдеров. К примеру, возьмем такой способ экспроприации, как продажа активов общества другому субъекту по низкой цене. При этом менеджеры могут продать по низкой цене (например, по половине стоимости) имущество корпорации⁴⁷¹ другому юридическому лицу, скажем товариществу, участниками которого являются менеджеры корпорации⁴⁷². Продажа небольших частей имущества, разумеется, не принесет АО и в конечном итоге акционерам существенных затрат, и наоборот. Именно поэтому, законодательством РУз на управляющих корпорации возложено обязательство раскрыть информацию о совершении крупных сделок, которые перед их совершением должны быть одобрены акционерами или их представительным органом, т.е. наблюдательным советом. Значит, в подобном случае, при некачественной системе раскрытия информации акционеры не смогли бы предотвратить ущербные действия инсайдеров корпорации, что в конечном итоге привело бы к потере былой ценности их акций и, таким образом, потере акционерами своей собственности.

О том, как относятся суды США к инсайдерским сделкам, можно получить представление из следующего примера. В 1968г. Комиссия по ценным бумагам и биржам начала процесс против Texas Gulf Sulphur и 13 ее инсайдеров за торговлю акциями этой компании, осуществленную на основе использования чисто внутренней информации о ценных бумагах этой корпорации. В числе этих инсайдеров были директора и несколько служащих данной компании, которым стало известно о забастовке в нефтяной отрасли Восточной Канады. Этот факт они использовали для того, чтобы продавать акции своей компании с большой личной выгодой. Рассмотрев это дело, апелляционный суд США второго округа постановил, что правила Закона США о торговле ценными бумагами 1934г. относятся не только к таким сотрудникам, как директора и руководители, но и к любому, обладающему внутренней информацией о ценных бума-

⁴⁷¹ На которое, между прочим, акционеры имеют остаточное право собственности.

⁴⁷² Это означает, что, в конечном итоге, от покупки товариществом данного имущества выигрывают сами учредители, т.е. менеджеры, так как выгода товарищества означает получение выгоды самими товарищами.

гах компании. Правило требует, заявил суд, чтобы каждый, обладающий существенной информацией, обнародовал ее или воздерживался от торговли ценными бумагами. Инсайдеру не запрещается инвестировать в компанию лишь потому, что он может быть лучше знаком с ее операциями, чем другие инвесторы. Скорее, "главным критерием существенности... является то, может ли здравомыслящий человек оценить важность [информации] при определении его выбора действия в рассматриваемой сделке". Суд также постановил, что инсайдеры могут действовать на основе существенной внутренней информации только после того, как эта информация была "эффективно раскрыта способом, достаточным для того, чтобы гарантировать ее доступность инвестирующей публике"⁴⁷³.

Как правило, требование раскрытия информации обосновывается необходимостью защиты инвесторов на вторичном рынке ценных бумаг, по сравнению с защитой на первичном рынке, когда инвесторы получают информацию при регистрации эмиссии. Однако, вопреки общему мнению, основной социальной пользой раскрытия информации является его влияние на корпоративное управление⁴⁷⁴. Защита прав инвесторов, конечно, есть одна из важных целей регулирования рынка ценных бумаг, но это – не убедительное обоснование необходимости раскрытия информации со стороны эмитента⁴⁷⁵. Раскрытие информации не требуется для защиты инвесторов от нечестных цен или риска на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим, например, нечестные цены. По мнению ряда ученых, при эффективной рыночной политике цены ценных бумаг являются объективными, несмотря на публично доступную информацию об эмитенте⁴⁷⁶. Другими словами, цены акций в

⁴⁷³ SEC vs. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968). – <http://www.ssrn.com>

⁴⁷⁴ См.: Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era // Wash. U. L.Q. – 1997. – №75. – Part I.A.1. – P.6.

⁴⁷⁵ Idem. – P.7.

⁴⁷⁶ Эмпирическая работа, выявляющая объективную реакцию на объявления корпоративной информации, показывает, что рынок также является объективной причиной отсутствия комментариев со стороны эмитентов по некоторым вопросам. Эта работа состоит из большого объема экономической литературы, которая оценивает реакцию рынка на утвердительные публичные объявления о различных типах важных

целом равняются истинной стоимости их на данный момент, несмотря на количество информации, которая требуется от эмитентов. Поэтому представляется, что раскрытие информации не может содействовать защите инвесторов от покупки акций, цены на которые в целом ненастоящие или ниже реальных⁴⁷⁷.

В этой связи надо отметить, что и Национальный банк, и хозяйственные суды Узбекистана не раз указывали, что цена акции определяется реальным соотношением спроса и предложения на рынке ценных бумаг⁴⁷⁸.

Если же по вопросам купли-продажи акции возникают споры, то иски по ним надо подавать надлежащим образом оформленными и обоснованными, причем непременно в предусмотренные законом сроки (т.е. не просроченные, согласно нормам ГК РУз о сроках исковой давности по гражданским сделкам)⁴⁷⁹.

Рассмотрим и другую составляющую рынка – риск. С минимально доступной информацией об эмитенте цены акций все же, будучи объективными, останутся менее точными; это означает, что цена скорее будет выше или ниже реальной цены акций. Конечно, инвестор с несильно диверсифицированным портфелем акций испытывает значительный риск, и качественное раскрытие информации уменьшает этот риск. Однако достижение подобного качества раскрытия информации социально затратно и при этом инвестор может избежать этот риск, наиболее диверсифицируя свой портфель акций, что, в свою очередь, намного менее затратно, чем обеспечение необходимого качества раскрытия информации⁴⁸⁰. Таким образом, мы приходим к выводу, что раскрытие информации играет важную

событий, влияющих на определенного эмитента. Классический пример являет работа: Kenneth Garbade. *Securities Markets* // *Col. L. Rev.* – 1982. – №4(34). – P.249–259.

⁴⁷⁷ См. подробнее: Merritt B. Fox. *Op. cit.* – Part II.A.1. – P.28.

⁴⁷⁸ См., напр., текущий архив НБ ВЭД РУз за 2003г.

⁴⁷⁹ См. там же и текущий архив Ташкентского городского хозяйственного суда за 2003г.

⁴⁸⁰ С точки зрения портфельной теории, раскрытие информации со стороны эмитента снижает специфичный фирмам (не систематичный) риск. См.: Barbara Ann Banoff. *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule* // *Va. L. Rev.* – 1984. – №70. – P.135, 182.

роль именно в корпоративном управлении.

Наиболее очевидной иллюстрацией влияния необходимости раскрытия информации на корпоративное управление мы считаем его способность обеспечить осуществление акционерами их права на управление. Если акционеры лучше проинформированы при голосовании за управляющих, они знают, соответствует ли их интересам продление срока работы управляющих или их следует уволить. То же самое относится и к осуществлению права голоса при ратификации со стороны акционеров изменений в уставе общества, ликвидации или ратификации договора, в котором более заинтересованы менеджеры.

Наиболее продвинутый эксперт может отрицать эти утверждения, указывая, что они противоречат реальности, по которой миноритарный акционер имеет небольшое количество акций, а крупный акционер, который типично является богатым индивидом или организацией, владеет наибольшим количеством акций эмитента. При этом возможно утверждение, что в случае индивидуального акционера, идея того, что раскрытие информации поможет при голосовании, основывается на ошибочно идеализированной точке зрения, якобы акционеры, как граждане, вдохновленные гражданским долгом, действуют в рамках корпоративной демократии, что в реальности далеко не так. В то же время мы должны иметь в виду, что в основе осуществления прав акционеров лежат только материальные интересы. Отсюда можно утверждать, что для мелкого акционера информация, полученная посредством раскрытия информации, просто бесполезна, и подобная осведомленность не стоит усилий. Кроме того, существует некоторая возможность того, что его голос не сыграет какую-либо роль при голосовании, даже если он будет оптимально обладать необходимой информацией для голосования.

Насчет крупного акционера, на наш взгляд, можно сказать, что продвинутый эксперт может утверждать, дескать, в его случае требуемое раскрытие информации не играет никакой социально полезной роли. Такой акционер сам может опросить управляющих компании и, не получив удовлетворительных ответов, может предпринять необходимые меры по пресечению

нарушения его интересов. Искомой информацией может быть та, которую крупный акционер посчитает полезной в определенный момент.

Конечно, продвинутый эксперт был бы прав насчет типичного индивидуального акционера. Однако он был бы не прав насчет крупного акционера. Те же факторы, по которым индивидуальный акционер находит информацию, которая не стоит затрат на ее получение, помогают сделать раскрытие информации полезным, если крупный акционер сыграет свою социально полезную роль.

При этом существенной разницей между индивидуальным акционером и крупным акционером мы считаем то, что в отличие от мелкого акционера, наиболее высокая ставка риска делает для крупного акционера значимым обязательное раскрытие информации. В идеальном случае количество информации, которая должна быть доступна каждому крупному акционеру, должно равняться количеству информации, которую хотел бы получить единый владелец этой компании от агента, который управляет компанией. Но если бы не существовало обязательного требования раскрытия информации, ни один крупный акционер не пошел бы на затратный поиск необходимого объема информации о деятельности акционерного общества, что, в свою очередь, порождает много проблем коллективного действия⁴⁸¹. Ожидаемая отдача от поисков информации для каждого крупного акционера намного меньше, чем действовал бы единый владелец, работающий с агентом, который управляет компанией. С другой стороны, неясно, может ли голос крупного инвестора действительно сыграть решающую роль в выборах. Но даже если это так, инвестор смог бы получить лишь небольшую часть отдачи от произошедших изменений. Конечно, больший эффект дадут дей-

⁴⁸¹ Эти проблемы коллективного действия акционеров рассмотрены подробно в: Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined // Mich. L. Rev. – 1990. – №89. – P.520. Профессор Блек правильно подчеркивает, что проблемы, описываемые далее только частично, могли быть решены совместными действиями между основными институциональными акционерами, если бы определенные правовые правила не препятствовали этому сотрудничеству. Однако данная точка зрения не лишает значения раскрытие информации как полезного решения этих проблем коллективного действия.

ствия крупного акционера, нацеленные на повышение благополучия всех остальных акционеров. Но если объединить все подобные возможности вместе, то для каждого акционера, по нашему мнению, начинает оправдывать себя получение того же объема информации от менеджмента, которую хотел бы получить единый владелец от своего агента⁴⁸². Отсюда мы делаем вывод, что требуемое раскрытие информации играет роль объединителя нужд каждого крупного акционера при предоставлении информации ему и другим крупным акционерам.

Итак, мы выяснили, что, во-первых, одинаковая информация полезна всем крупным акционерам, а для эмитента выгоднее раскрыть всю информацию одновременно, чем индивидуально предоставлять ее по требованию каждого акционера (учитывая, что этот вариант является наиболее затратным). Во-вторых, если в стране существует запрет на торговлю непубличной информацией, полученной от эмитента, то крупный акционер сталкивается с дополнительными затратами для осуществления индивидуальных обращений. Если же акционер получает любую непубличную информацию в ответ на свой запрос, то в этом случае торговля акциями эмитента запрещается до тех пор, пока информация не станет публичной. При этом обязательное раскрытие информации решает эту проблему, как оптимальный метод опубликования информации⁴⁸³.

Требование обязательного раскрытия информации со стороны акционеров также способствует обеспечению выполнения менеджерами своих фидуциарных обязанностей. Если менеджеры не предоставляют всю необходимую информацию, то невозможно определить, нарушают ли они свои фидуциарные обязанности.

⁴⁸² При этом есть разница в порядке. Например, единый владелец, получив информацию от эмитента, может хранить ее в конфиденциальности, тогда как любая информация, предоставляемая посредством обязательного раскрытия информации, становится публичной. При этом она становится доступной для конкурентов эмитента, основных клиентов и поставщиков, нанося, таким образом, ущерб эмитенту. Поэтому обязательное раскрытие информации, наложенное со стороны правительства, решает данную проблему, ставя все фирмы юрисдикции в одинаковое положение, т.е. все они одинаково получают взаимный ущерб и выгоду от раскрытия информации.

⁴⁸³ В этой связи надо отметить, что только за 2002-2003гг. ЦККФРЦБ РУз выявил более 330 случаев не опубликования проспектов эмиссии акций. (Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2004. – Приложение 8.

К примеру, в Законе РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" закреплено правило о раскрытии информации о сделках, в которых имеется заинтересованность управляющих. При этом в случае возникновения конфликта интересов акционеры могут принудить менеджмент обеспечить законность этой сделки. Для этого менеджмент должен показать, что конфликт был устранен посредством необходимых процедур при подписании договора или же, РРФ что условия договора являются честными для эмитента. Без уведомления акционеров о подобной сделке правило корпоративного права о фидуциарной обязанности теряет всякое значение.

Подчеркнем, что наименее признанными, но наиболее значимыми являются непосредственные эффекты обязательного раскрытия информации при корпоративном управлении. Обязательное раскрытие информации влияет на четыре ключевых механизма экономики, контролирующих менеджмент корпорации: рынок корпоративного контроля (в основном в наиболее ликвидных рынках ценных бумаг), компенсация менеджмента в зависимости от цен на акции, стоимость капитала и мониторинг посредством внешних финансовых источников. Мы считаем, что непосредственные эффекты через механизм необходимости раскрытия информации улучшают выбор новых инвестиционных проектов в экономике и функционирование существующего производственного капитала⁴⁸⁴.

Рынок корпоративного управления представляется нам из-

⁴⁸⁴ См.: Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.1005, 1017–1025; Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. – 1992. – №41. – P.977,985,1006. См. также: Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure // Brook. L. Rev. – 1995. – №61. – P.763 (он утверждал, что, хотя законодатели гонятся за точностью цен акций, на самом деле законы, принятые под этим лозунгом, сокращают приток необходимой информации для точного определения цен акций); Paul G. Mahoney. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // U. Chi. L. Rev. – 1995. – №62. – P.1047 (он утверждал, что раскрытие информации должно быть направлено на разоблачение договорных и фидуциарных интересов инвесторов); Lynn A. Stout. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation // Mich. L. Rev. – 1988. – №87. – P.613 (он критикует утверждение, что эффективный рынок способен контролировать или структуризировать расположение ограниченных ресурсов в экономике).

вестным средством уменьшения агентских затрат менеджмента, когда владение отделено от управления. Наличие большой информации и в результате увеличение точности цен улучшают роль контроля на этом рынке. При принятии решения о том, надо ли покупать актив (компанию), которая недостаточно хорошо управляется, инвестор должен изучить, будет ли купленная корпорация стоить его вложений. Конечно, подобный расчет довольно рискован, и раскрытие необходимой информации уменьшает этот риск.

Если же цена акций неосновательно высока, и потенциальный покупатель поймет, что не сможет управлять компанией лучше, чем существующий менеджмент, он может прийти к выводу, что компания не стоит приобретения. Но точность цен акций, достигаемая в результате адекватного раскрытия информации, уменьшает шанс того, что это произойдет.

Требование раскрытия информации приводит к снижению менеджерских затрат, с использованием менеджерской компенсации, зависящей от цены акции⁴⁸⁵. Проблема, связанная с использованием зависящего от цены механизма, – возможный риск⁴⁸⁶. Поэтому менеджеры компании не заинтересованы в том, чтобы их зарплата зависела от цен на акций компании⁴⁸⁷. Формирование более точных цен акций, как результат наибольшего раскрытия информации, делает подобную компенсацию наименее рискованной.

Необходимость раскрытия информации приводит к формированию более обоснованных цен акций, что, в свою очередь,

⁴⁸⁵ Компенсация менеджмента на основе цен акции способствует объединению интересов менеджмента с интересами акционеров. См.: Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy. CEO Incentives – it's not how much you Pay, but how? // Harv. Bus. Rev. – 1990. – May–June. – P.138. Критическое рассмотрение литературы по компенсации менеджмента на основе цен акций см.: Merritt B. Fox. Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b) // Mich. L. Rev. – 1994. – №92. – P.2088, 2096–2106.

⁴⁸⁶ Трудовая компенсация на основе цен акций является единственным источником доходов менеджеров, что, на наш взгляд, также должно создать больше стимулов у менеджмента получить подобную компенсацию.

⁴⁸⁷ См.: Randall Kroszner. Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression // Presentation at the University of Michigan Department of Economics History Seminar. – October 8, 1996. <http://www.ssrn.com>

будет способствовать отбору новых инвестиционных проектов, непосредственно влияя на инвестиционное поведение индивидуальных компаний. Цена акций может повлиять на стоимость проекта и отразиться на условиях, по которым посредники захотят расширить альтернативные формы финансирования инвестиционных проектов. В то же время взгляд со стороны получателя финансов покажет, что цена акций может повлиять на желание менеджмента использовать средства для создания нового проекта и в этих целях использовать долговое финансирование путем привлечения заемного капитала⁴⁸⁸. Низкие же цены акций могут, по нашему убеждению, препятствовать притоку внутреннего и внешнего финансирования инвестиций⁴⁸⁹.

Рассматривая комплексно факторы спроса и предложения, мы можем сделать вывод о том, что если цены акций являются необоснованно низкими, то руководство компании может не решиться реализовать относительно многообещающие инвестиционные проекты. Если же цены необоснованно высоки, менеджмент может пойти на реализацию даже неперспективных проектов. Таким образом, более точная информация о цене акций ведет к формированию обоснованных цен и успешному решению возникающих проблем.

Необходимость раскрытия информации уменьшает стремление менеджмента использовать внутренние источники финансирования вместо внешних. Использование внешних источников финансирования проектов (за счет продажи акций) приводит к положительным эффектам и имеет далеко идущие социальные последствия.

В большинстве стран, в том числе в Узбекистане, со стороны акционерных обществ, как правило, осуществляется необходимое раскрытие информации при регистрации новых акций,

⁴⁸⁸ Некоторые финансовые теоретики утверждают, что не может быть оптимального баланса между акционерным и долговым капиталом. См. подробнее: Franco Modigliani & Merton H. Miller. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* // *Am. Econ. Rev.* – 1958. – №48. – P.261; Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. *Principles of Corporate Finance*. 5th ed. – Chicago: Chicago Press, 1996. – P.447–466.

⁴⁸⁹ См.: Merritt B. Fox. *Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy*. – Michigan, 1987. – P.282–287.

что может быть нежелательно для менеджмента (именно поэтому и установлено обязательное раскрытие информации в данной процедуре). Отсюда мы можем сделать вывод, что, используя внутренние источники финансирования, менеджмент, конечно, может избежать раскрытия информации при регистрации. Этот выбор был бы в их пользу, но только при отсутствии какой-либо другой альтернативы для раскрытия информации. Значит, чем качественнее систематическое обязательное раскрытие информации, тем больше шансов для привлечения внешних источников финансирования.

В свою очередь, внешнее финансирование положительно влияет на корпоративное управление, так как заставляет менеджеров быть дисциплинированными при выборе инвестиционных решений, подчиняться условиям рынка⁴⁹⁰. Как показывает изучение имеющегося материала, выбор компаниями внутренних источников финансирования вместо внешних отрицательно влияет на экономический рост страны и производительность труда⁴⁹¹. Именно этим для нас объясняется рост количества недружественных поглощений в 80-х ХХв. в США, что частично решило проблему неоптимальных инвестиционных проектов, финансируемых за счет внутренних средств. Однако подобный механизм решения данной проблемы является очень дорогостоящим в отличие от качественного решения этого вопроса посредством обязательного раскрытия информации.

Как утверждает проф. Л.Ловенштайн, раскрытие информации может улучшить качество менеджмента, ибо он сможет лучше понять истинное положение вещей⁴⁹². Если от менеджмента требуется раскрытие информации о деятельности компании, то он начинает собирать и анализировать различную информацию, чего, скорее всего, он не стал бы делать в другом случае. Это, в свою очередь, улучшает и осведомленность менеджмента о собственных ошибках, что, в конечном итоге, от-

⁴⁹⁰ См.: Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // Am. Econ. Rev. – 1984. – №74. – P.650, 654; Merritt B. Fox. Op. cit. – P.132–140.

⁴⁹¹ См.: Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity. – 1961; William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm // Rev. Econ. & Stat. – 1970. – №52. – P.345; Merritt B. Fox. Op. cit. – P.233–237.

⁴⁹² См.: Louis Lowenstein. Op. cit. – P.1342.

ражается на благосостоянии акционеров.

Вместе с тем подчеркнем, что процесс раскрытия информации имеет и отрицательный характер, так как отражается на увеличении затрат. В зависимости от различий в структуре управления, в большинстве стран существуют различия в уровне требования раскрытия информации со стороны эмитентов. Решения, принимаемые в открытых акционерных обществах, являются результатом как внутренней структуры принятия решений, так и внешней среды, которая предоставляет средства для существования этой внутренней структуры. Внутренняя структура принятия решений формируется за счет комбинации права юрисдикции эмитента и традиционных предпринимательских обычаев соответствующей страны⁴⁹³. Внешними факторами выступают концентрация акционерного капитала, особенности каждого конкретного блока акций, правила, по которым эти владельцы осуществляют свои права голоса, а также взаимодействуют с другими акционерами, доступность финансирования, внутреннего или внешнего, и др.

В литературе мы находим материалы по сравнительному анализу корпоративного управления между такими странами, как США и Канада, с одной стороны, Япония и Германия, – с другой, Великобритания, – с третьей⁴⁹⁴. В этих странах, как показывают исследования многих авторов⁴⁹⁵, существуют различия в значении раскрытия информации. Например, в США голоса акций менее концентрированы, и институциональные инвесторы имеют меньше стимулов использовать их право голоса, чтобы повлиять на корпоративные решения. В США, Великобритании и Канаде соотношение акции/долг меньше, и компании более склонны к акционерному финансированию, особенно в новых компаниях, стремящихся реализовать крупные проекты⁴⁹⁶. И, наоборот, в

⁴⁹³ Традиции и практика включают в себя типичные условия устава фирмы, а также типичное поведение людей на основе правовых ограничений.

⁴⁹⁴ В качестве примере одного из известнейших трудов в этой сфере можно привести: Rafael La Porta, etc. Op. cit.

⁴⁹⁵ См.: Mark J. Roe. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. – 1994.

⁴⁹⁶ См.: Browne F.X. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations // Applied Econ. – 1994. – №26. – P.485, 488.

Германии и Японии институциональные инвесторы играют большую роль при мониторинге менеджеров и поиске внешних источников финансирования, особенно долговых.

Отсюда мы усматриваем, что оптимальный уровень раскрытия информации для американских инвесторов выше, чем для японских и немецких. В США институциональные инвесторы меньше занимаются мониторингом за принятием и исполнением решений руководством компании и, соответственно, собирают и анализируют меньше информации. При этом затраты американских инвесторов больше идут на недружественные поглощения и компенсации менеджмента в зависимости от цены акций. Причем и поглощения, и компенсации вызываются раскрытием публичной информации. Требование раскрытия информации способствует более точному определению цены акций, и вновь возникающие акционерные общества могут надеяться на дополнительное финансирование из фондового рынка⁴⁹⁷. В результате в США и Канаде требуется наиболее высокий уровень раскрытия информации, тогда как в Японии и Германии – наименьший. Великобритания расположена где-то между ними. Например, согласно исследованиям Европейского института корпоративного управления, именуемым "Контроль корпоративной Европы", контроль многих корпораций в некоторых континентальных европейских странах (включая Австрию, Бельгию, Германию, Италию) высоко концентрирован. Такой контроль осуществляется за индивидуальными держателями блоков акций, владеющих более чем 50% прав голоса во многих корпорациях. Отметим, что эта ситуация представляет сильный контраст с Великобританией, где большинство публичных компаний не обладают блоками акций, дающими владельцам более чем 10% голосующих прав, и в США, где большинство компаний не имеют держателей блоков акций

⁴⁹⁷ Б.Блек и Р.Гильсон показывают, что доступность предпринимательского капитала для начинающих фирм в большой мере достигается посредством предлагаемого проспекта первичной эмиссии ценных бумаг в США. См. подробнее: Bernard S. Black & Ronald J. Gilson. *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets* // *J. Fin. Econ.* – 1998. – №47. – P.243, 246–264. Этим они объясняют легкую доступность в США предпринимательского капитала.

более чем 6% голосующих прав⁴⁹⁸.

Однако, как показывает изучение иностранной литературы, в последние годы как структура рынка капитала в континентальной Европе, так и акционерная структура крупнейших корпораций претерпели сильные изменения, что приближает их к рынкам США и Великобритании. В настоящее время основными причинами таких изменений являются:

- приватизация большинства государственных компаний;
- глобализация потребностей в капитале и приток капитала (глобальные инвестиционные стратегии). Эта тенденция ускорена действиями Европейского Союза по созданию единого рынка капитала в Европе и гармонизацией регулирования рынка ценных бумаг и правил отчетности во всем мире;
- возникновение нового статуса для инвесторов путем улучшения процедур защиты инвесторов, достижений в информационных технологиях и развития сектора услуг, обеспечивающего удовлетворение заемщиков капиталами⁴⁹⁹.

Все эти моменты требуют глубокого изучения нашими специалистами и творческого учета законодателей и предпринимательских структур Узбекистана.

4.2. Правовые механизмы обеспечения раскрытия информации

В создании благоприятного инвестиционного климата на рынке огромную роль играет состояние информационного обеспечения его участников. Принцип "раскрытие информации" (т.е. обеспечение ее прозрачности, доступности всем заинтересованным в этом лицам), впервые сформулированный в Законе США "О ценных бумагах" (1933г.)⁵⁰⁰, получил отражение в

⁴⁹⁸ См.: Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. – 1998. – P.2; ссылка на источник: The Control of Corporate Europe / Barca&Becht (eds.). – 2001. <http://www.ssrn.com>

⁴⁹⁹ См.: там же.

⁵⁰⁰ См.: Corporate Disclosure Obligations. Securities Law Institute. – January 2001. – P.2. <http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html>

соответствующих нормативных актах большинства стран мира. Изучение имеющейся литературы показывает, что во всех государствах с хорошо развитым рынком ценных бумаг требуется обеспечить неукоснительное соблюдение этого принципа, и тем самым, благодаря прозрачности рынка, заметно снижается вероятность фактов мошенничества и обмана инвесторов⁵⁰¹.

В Узбекистане основным гарантом раскрытия информации является государство в лице его специализированных органов по регулированию рынка ценных бумаг. Здесь такое регулирование осуществляет ЦККФРЦБ РУз. Учитывая слабую ликвидность и неразвитость рынка ценных бумаг, можно сделать вывод, что фондовые биржи пока не играют здесь такую решающую роль (хотя на фондовых биржах Узбекистана при совершении операций с ценными бумагами требуется раскрытие информации), как, например, в США, где раскрытие информации активно требуется и со стороны фондовых бирж, где обращается большая часть ценных бумаг компаний⁵⁰².

Здесь можно привести следующий пример. В 1986г. Компания Basic Inc. продала свои акции в условиях когда она вела переговоры о ее поглощении другой корпорацией, но формального объявления об этих переговорах не сделала. А когда она объявила об этих переговорах, на фондовой бирже произошел значительный рост ее ценных бумаг. Это вызвало недовольство группы акционеров Basic Inc., которых, разумеется не удовлетворил такой поворот событий, ибо они, конечно, были заинтересованы в том, чтобы продать свои акции по более высокой цене. Они обратились по этому поводу с иском в суд, аргументируя свою позицию тем, что необъявление о ходе указанных переговоров оказалось тем существенным обстоятельством, которое ввело их в заблуждение, и они понесли явные убытки. Дело дошло до Верховного суда США, который, исходя из конкретных обстоятельств, указал в своем постановлении, что было неправильным то, что компания не объявила о веде-

⁵⁰¹ См.: Carthill Assets Management Company. Отчет: "Деятельность эмитентов должна быть прозрачной". <http://www.review.uz/home/writehtml.asp?id=896>

⁵⁰² См. подробнее: James E. Davis. Corporate Disclosure through The stock Exchanges // Harv. L. Rev. – April 24, 1999.

нии переговоров насчет ее поглощения. Факт ведения этих переговоров суд признал существенным обстоятельством даже в условиях, когда эти переговоры еще не привели к заключению соглашения по данному вопросу. Суд подчеркнул, что компания должна была опубликовать информацию о том, что переговоры имели место⁵⁰³.

Вместе с тем надо сказать, что суды США выступают против чисто формального подхода к вопросу о раскрытии информации, рассматривая соответствующие иски конкретно, с учетом всех обстоятельств дела.

Например, в 1988г. компания Koppers Co Inc. обвиняла компании American Express, Shearson, Lehman Brothers и др. в том, что они приобрели большее количество акций с нарушением федеральных законов о раскрытии информации о ценных бумагах. Разобравшись в существе дела, окружной суд США в Западном округе Пенсильвании указал, что имеющийся на сей счет Закон Уильямса не требует, чтобы в предложении о приобретении акций компания раскрывала абсолютно всю информацию о себе или о покупателе. "Речь, – подчеркнул суд, – идет только о тех существенных объективных фактических вопросах, которые здравомыслящий акционер считает важными для принятия решения о предложении своих акций для продажи". В данном же случае действительно существенная информация была раскрыта надлежащим образом, а потому иск Koppers Co Inc. суд отклонил⁵⁰⁴.

Аналогичное решение по тем же соображениям принял в 1982г. окружной суд США в Мэриленде, когда компания Martin Marietta Corp. пыталась (в явно корыстных целях) обвинить корпорацию Bendix Corp. в неполном раскрытии информации при внесении тендерного предложения о приобретении примерно 45% обыкновенных акций Martin Marietta Corp. Суд, разобравшись в материалах дела, сделал вывод, что корпорация Bendix

⁵⁰³ Levinson vs. Basic, Inc., 786 F. 2d 741 (6th Cir. 1986), vacated 485 U.S. 224. <http://www.ssrn.com>

⁵⁰⁴ Koppers Co., Inc. vs. American Express Co., 689 F. Supp. 1371 (W. D. Pa 1988). <http://www.ssrn.com>

Corp. отнюдь не нарушила предписания Закона Уильямса⁵⁰⁵.

Анализ построения принципиальных правовых основ раскрытия информации в РУз позволил нам выявить ряд недостатков, которые не характеризуют инвестиционную направленность отношений по раскрытию информации, что, в свою очередь, искажает роль акционеров в качестве инвесторов.

Так, в ч.2 ст.1 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг"⁵⁰⁶ где указывается, что "раскрытие информации на рынке ценных бумаг – обеспечение доступности информации заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации".

Данная формулировка, с нашей точки зрения, явно имеет ряд недостатков. Во-первых, она не указывает на природу информации, которая должна быть раскрыта, а между тем в состав подобной информации, например при регулярном ее раскрытии, может войти и коммерческая тайна. Это может нанести потенциальный вред бизнесу, раскрывающему информацию о предпринимательской деятельности субъекта. Для нас, очевидно, что предоставляться должна информация лишь определенного вида, учитывая, что практически невозможно раскрыть абсолютно всю информацию о деятельности общества, да это и нецелесообразно. Во-вторых, указание "независимо от целей получения данной информации", на наш взгляд, также лишает эту норму должного значения. Ведь процесс раскрытия информации обычно является высокзатратным. Затраты появляются как при подготовке подобной информации, так и в результате ее предоставления. Поэтому такое раскрытие информации, как правило, не предоставляется для, скажем, расширения предпринимательского кругозора общества и в других подобного рода "образовательных" целях. Как правило, подобное раскрытие информации имеет своей целью обеспечение интересов инвесторов (в случае обращения акций) и кредиторов.

⁵⁰⁵ Martin Marietta Corp. vs. Bendix Corp., 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982). – <http://www.ssrn.com>

⁵⁰⁶ См.: ч.2 ст.1 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", утвержденного Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 27.03.2002 г. N 2002-06, зарегистрированным МЮ 18.04.2002 г. N 1127 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

Можно было бы, возможно, утверждать, что указанные недостатки не имеют практического значения, так как не влияют на конкретные моменты процесса раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Но анализируемая норма носит принципиальный нормативный характер и дает общее понятие раскрытия информации, используемое в законодательстве, а значит, предопределяет принципиальную структуру системы законодательных норм по раскрытию информации, и мировая законоприменительная практика, особенно основанная на прецедентном праве, показывает нам, что именно от качества подобных правил зависят работоспособность норм законодательства, а также качественное развитие дальнейшего законодательного процесса по корпоративному праву⁵⁰⁷. Это, в первую очередь, обосновывается теорией "неполных законов", по которой законы не могут быть полными и предусматривать все возможные в будущем социальные отношения, что говорит о неизбежном существовании определенных пробелов в законодательстве (поэтому оно и требует обновления)⁵⁰⁸. Практическими аргументами в подтверждение указанной теории, на наш взгляд, могут послужить закрепление принципа фидуциарной обязанности в прецедентном праве США и большой законодательный успех судов американского штата Делавэр⁵⁰⁹. Вместе с тем, учитывая сложное разнообразие и динамичную изменчивость корпоративных отношений, а также малый законодательный опыт в РУз, где корпоративные отношения являются еще новыми, нельзя сказать, что корпоративное законодательство страны достигло зрелости. Так что именно от качества подобных норм зависят эффективность развития корпоративного законодательства, а также правоприменительной практики, особенно в процессе рассмотрения корпоративных споров.

По нашему мнению, основной недостаток рассматриваемой

⁵⁰⁷ См.: Christian Leuz Felix Oberholzer-Gee. Institutions Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency // Wharton. Financial Institutions Center. – University of Pennsylvania. – May 2003. <http://www.ssrn.com>

⁵⁰⁸ См.: Hart H.L.A. The Concept of Law. – Oxford: Oxford University Press, 1961. – P.42.

⁵⁰⁹ См.: J. Paul Carey and Jeffrey P. Parker. Improving Corporate Transparency: More Data is NOT the Answer.<http://www.ccbn.com>

нормы состоит в том, что она не подчеркивает протекционную природу раскрытия информации в отношении покупателей ценных бумаг. При этом мы учитываем, что раскрытие информации может отвечать интересам не только инвесторов, но и других заинтересованных лиц (как это указывается в Законе) в получении достоверной информации, которая могла бы послужить защите их интересов. Например, некий внешний предпринимательский субъект желает заключить с акционерным обществом долгосрочный договор о сотрудничестве. Конечно, при этом он захочет быть уверенным, что выбранный им для сотрудничества партнер имеет хорошее корпоративное управление и способен вести долгосрочное сотрудничество, и в этом ему, безусловно, поможет раскрытая акционерным обществом информация. Однако назначение обязательного раскрытия информации только в этих целях представляется слишком затратным, поскольку раскрытие информации, как правило, носит периодичный и публичный характер. В то же время целям развития подобного сотрудничества отвечают многие иные, менее дорогие каналы получения информации, в том числе индивидуальное обращение заинтересованных предпринимательских субъектов к акционерному обществу, и, наоборот, индивидуальное общение каждого из инвесторов акционерного общества с сотнями инвесторов оказалось бы явно неоправданно затратным как для инвесторов, так и для акционерного общества⁵¹⁰.

Практика показывает, что, как правило, стремление каждого субъекта, будь то посредник или сам приобретатель ценных бумаг, либо государственный орган, к раскрытию информации нацелено на обеспечение интересов покупателей ценных бумаг. Раскрываемая информация может помочь потенциальным покупателям сделать правильный выбор при приобретении ценных бумаг, а существующим владельцам – предотвратить потери ценности и обеспечение оптимальной доходности (в случае акционеров) их ценных бумаг. Отсюда мы можем сделать вывод, что кем бы ни использовалась информация на рынке ценных бумаг, основной целью ее раскрытия и дальней-

⁵¹⁰ См.: Robert Bushman, Joseph Piotroski. What Determines Corporate Transparency? – January 2003. <http://www.ssrn.com>

шего применения является защита интересов покупателей ценных бумаг. Мы считаем, что это вопрос требует большей концентрации внимания в различных нормах, регулирующих рынок ценных бумаг.

Большую сложность представляет наиболее точное определение круга "заинтересованных лиц", учитывая разнообразие субъектов рынка ценных бумаг. При этом даже выдвигалось предложение уточнить понятие "заинтересованных лиц" при определении раскрытия информации, так как "под заинтересованным лицом понимается любое лицо, имеющее интерес в получении указанной информации, независимо от целей ее дальнейшего использования"⁵¹¹, что, на наш взгляд, никак не исправляет этот недостаток нормы.

Между тем, согласно ст.1 Закона РФ "О рынке ценных бумаг", предметом его регулирования являются "отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг, независимо от типа эмитента". Согласно же ст.1 Закона РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов"⁵¹², под "инвесторами" понимаются физические и юридические лица, "объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги", в число которых, согласно Закону РФ "О рынке ценных бумаг", входят акции, облигации и опционы эмитента⁵¹³.

Исходя из указанных положений, представляется, что, надо было бы соответственно переформулировать норму ч.2 п.1 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг" следующим образом: *"Под раскрытием информации понимается обеспечение ее публичной доступности по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение в целях обеспечения прав и законных интересов инвесторов"*. Далее, в этой же статье – ввести норму, дающую следующее определение понятия "инвесторы": *"В тексте насто-*

⁵¹¹ См.: Левенчук Анатолий. Поправки к Закону "О рынке ценных бумаг" по уточнению понятия "раскрытие информации". <http://www.ice.ru/exp/19983>

⁵¹² Федеральный Закон РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" принят Государственной Думой 12.02.1999г., одобрен Советом Федерации 18.02.1999г. См.: <http://lin.ru> (на страничке "Законодательные и нормативные акты").

⁵¹³ См.: ст.2 ФЗ РФ "О рынке ценных бумаг".

ящего Положения), под инвесторами понимаются физические и юридические лица, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги".

В целом типы раскрытия информации можно разделить на *ex ante*, т.е. раскрытие информации на первичном рынке ценных бумаг при размещении акций, и продолжительное (*ex post*) – раскрытие информации на вторичном рынке, в основном для защиты интересов существующих инвесторов. Российское законодательство, в отличие от узбекского, четко обозначает данное разделение. Например, в ст.1.1 Положения ФКЦБ РФ "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг" конкретно указываются виды раскрытия информации со стороны эмитентов, причем такие виды, как раскрытие информации на этапах эмиссии ценных бумаг и в форме проспекта ценных бумаг относятся к раскрытию информации *ex ante*, а такие виды раскрытия информации, как ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг и сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента ценных бумаг, относятся к раскрытию информации *ex post*. Именно по этой структуре был построен данный акт, в зависимости от этапов и видов раскрытия информации.

30 августа 2001г. в Узбекистане был принят Закон "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг". В нем определяются обязанности эмитентов (предприятий, выпускающих ценные бумаги) и инвестиционных институтов (профессиональных участников рынка ценных бумаг) по предоставлению информации инвесторам. На основе этого Закона Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимущества Республики Узбекистан утверждено "Положение о раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", которое является в РУз базовым правовым источником по регулированию раскрытия информации; его структура построена, исходя из видов субъектов по раскрытию информации. При этом они классифицированы как: эмитенты ценных бумаг; инвестиционные институты; организаторы торгов ценными бумагами; владельцы 35 и более процентов любого вида

ценных бумаг эмитента; уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг⁵¹⁴.

Сравнение существующего законодательства обеих стран показало нам, что, хотя нормы по регулированию раскрытия информации в обоих государствах фрагментированы по различным нормативным актам, законодательство РФ, в отличие от законодательства РУз, наиболее систематизировано. Так, в обеих странах принципиальными источниками регулирования раскрытия информации на рынке ценных бумаг являются законы по регулированию рынка ценных бумаг: в РФ – это Федеральный Закон "О рынке ценных бумаг", а в РУз – Закон "О функционировании рынка ценных бумаг". В обоих законах имеется глава – "Информационное обеспечение рынка ценных бумаг". При этом в российском Законе закреплены такие виды раскрытия информации, как регистрация проспекта эмиссии, годовой отчет, ежеквартальный отчет, сообщение о существенных фактах, раскрытие информации о сделке, предметом которой является крупный пакет акций, и раскрытие информации со стороны профессионального участника рынка ценных бумаг.

По сравнению с российским Законом, Закон РУз страдает большими недостатками. Во-первых, здесь не сказано о ежеквартальном раскрытии информации, хотя подобное раскрытие закреплено подзаконными ведомственными актами. Поскольку здесь не указана возможность требования другой информации, кроме как указанной в Законе, – налицо правовая коллизия. Во-вторых, здесь представлен целый ряд форм раскрываемой информации, которые по своей природе являются существенными фактами⁵¹⁵, а потому желательно было бы объединить их под общим понятием "существенные факты", которое уже упо-

⁵¹⁴ Ст.2, §1 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", утвержденного приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 27.03.2002 г. N 2002-06, зарегистрированным МЮ 18.04.2002 г. N 1127 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

⁵¹⁵ Например, сообщения о реорганизации эмитента, о выпуске эмитентом ценных бумаг, о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске ценных бумаг и др. См.: ст. 26 Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" от 25.04.1996г. N 218-I // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

требуется в подзаконных ведомственных актах⁵¹⁶.

Если в РФ существует отдельное Положение ФКЦБ РФ "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг", то в РУз подобный базовый акт, как уже сказано выше, с точки зрения регулируемых субъектов носит универсальный характер и охватывает почти всех субъектов, от которых требуется раскрытие информации на рынке ценных бумаг. Казалось бы, подобная универсальность акта является преимуществом Закона РУз по сравнению с российским. Но в результате акт получился весьма поверхностным, что, на наш взгляд, привело к значительной фрагментации законодательства РУз по раскрытию информации участниками рынка ценных бумаг и возникновению ряда пробелов и коллизий в законодательной системе. С другой стороны, в результате поверхностности этого акта принятые для дополнения его отдельных аспектов нормативные акты неизбежно повторяют все правила Положения "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг". В итоге данный акт превратился в ничем не обоснованного своеобразного систематизатора для других правовых актов по раскрытию информации.

Из всего сказанного вытекает, что унификация правовых актов, специально регулирующих раскрытие информации, значительно облегчила бы как законотворческий процесс, так и само регулирование общественных отношений в данной сфере. Но при этом, конечно, возникает ряд вопросов.

Во-первых, достигло ли законодательство обеих стран по раскрытию информации необходимой зрелости для осуществления подобной унификации? Мы считаем, что в РФ законодательство по раскрытию информации необходимой для этого зрелости уже достигло в сравнении с мировыми аналогами. Подобные нормативные акты регулируют в РФ почти все сферы раскрытия информации на рынке ценных бумаг с достаточной детализированностью. Ввиду современной динамичности в развитии мирового корпоративного права и управления, в любом случае невозможно создание совершенных норм по регу-

⁵¹⁶ См., напр., п.5 ст.9 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг".

лированию этих отношений. Поэтому, на наш взгляд, предлагаемая унификация могла бы ускорить процесс совершенствования корпоративного законодательства в сфере регулирования раскрытия информации.

В Узбекистане же пока существует противоположная России тенденция. Здесь корпоративное законодательство не достигло еще того совершенства, как в России. На сегодняшний день законодательство РУз по раскрытию информации, повторяем, чрезмерно фрагментировано, и отсутствие здесь унифицированного акта по раскрытию информации еще больше замедлит развитие законодательства в стране.

Во-вторых, должен ли быть унифицированный акт законодательным или подзаконным? Как указывалось, современное корпоративное право является одной из самых динамичных правовых сфер. Поэтому, учитывая медлительность и затратность процедур принятия законодательных актов, мы считаем желательным принятие подобного акта на подзаконном уровне.

В-третьих, какова должна быть внутренняя структура данного акта? Ответ на этот вопрос, пожалуй, является самым сложным. Из анализа как российского, так и узбекского законодательства мы видим, что на каждого субъекта раскрытия информации на рынке ценных бумаг возложены неоднородные обязанности по раскрытию информации, хотя цель всех этих обязательств одна – защита интересов инвесторов на рынке ценных бумаг. Поэтому, на наш взгляд, желательно, чтобы подобный акт регулировал порядок раскрытия информации именно на рынке эмиссионных ценных бумаг⁵¹⁷. Таким образом, было бы целесообразно определить внутреннюю структуру акта в зависимости от субъектов раскрытия информации.

Один из наиболее важных вопросов в регулировании раскрытия информации на рынке ценных бумаг – ответственность за нераскрытие информации, что, в первую очередь, обеспечивает работоспособность законодательства в этой сфере. Анализ зарубежной практики показывает, что основную роль при

⁵¹⁷ В данном случае под понятием "рынок" подразумевается не какое-либо конкретное место для ведения торгов, а все отношения внутри определенной юрисдикции, связанные с обращением и владением ценных бумаг.

контроле за раскрытием информации там играет государство (в лице его специализированных органов, таких, как, например, Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Security Exchange Commission – SEC⁵¹⁸), или ФКЦБ РФ), требуя в обязательной форме раскрытия информации, а также контролируя данный процесс. На практике основными методами обеспечения раскрытия информации являются наказания скорее публично-правового характера, нежели предъявление гражданско-правовых исков. При этом сложный теоретический вопрос представляет определение субъектов ответственности за нераскрытие информации. Как правило, одним из лиц, обязанных раскрыть информацию на рынке ценных бумаг, является эмитент, т.е. в случае эмиссии ценных бумаг со стороны акционерного общества – само акционерное общество в качестве эмитента. По общему правилу, кто не исполняет обязательств, тот и несет ответственность за причиненный ущерб. Значит, если не исполняется обязанность эмитента по раскрытию информации по акциям, то ответственным будет акционерное общество. Так, согласно ст.1.11 Положения ФКЦБ РФ "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг", "отсутствие информации, подлежащей раскрытию в соответствии с настоящим Положением, без достаточных на то оснований является основанием для привлечения эмитента к ответственности, а также для установления ограничений на обращение ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации и нормативными правовыми актами Федеральной комиссии". Это же правило, на наш взгляд, может послужить основанием для подачи иска со стороны акционеров в отношении акционерного общества, которое выступит в качестве ответчика, будучи юридическим лицом, т.е. в качестве полноправного субъекта юридических обязанностей.

Как уже отмечалось, целью раскрытия информации со стороны акционерного общества в качестве эмитента акций явля-

⁵¹⁸ <http://www.sec.gov>

ется защита прав его инвесторов, т.е. акционеров⁵¹⁹. При этом акционерное общество, как и любое другое юридическое лицо, несет ответственность в материальной форме. Согласно ст.15.19 Кодекса РФ об административных правонарушениях, "непредставление эмитентом или профессиональным участником рынка ценных бумаг инвестору по его требованию предусмотренной законодательством информации либо представление недостоверной информации – влечет наложение административного штрафа:

- на должностных лиц в размере от двадцати до тридцати минимальных размеров оплаты труда;
- на юридических лиц – от двухсот до трехсот минимальных размеров оплаты труда".

Итак, в случае нарушения эмитентом правил раскрытия информации, административная мера может быть применена как в отношении акционерного общества, так и его должностных лиц, ответственных за подготовку и предоставление необходимой для раскрытия информации. Если наказание применяется в отношении акционерного общества как юридического лица, то штраф взимается с его имущества⁵²⁰.

Согласно ч.2 ст.2 Закона РФ "Об акционерных обществах", "акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций"⁵²¹. Значит, если субъектом обязательств становится акционерное общество, то оно и расплачивается по своим обязательствам, в том числе за нерас-

⁵¹⁹ См. подробнее: Steven Huddart, John S. Hughes, Michael Williams. Incentives for Public Disclosure by Corporate Insiders. – April 5, 2001. <http://www.smeal.psu.edu/faculty/huddart>

⁵²⁰ Примером может служить Постановление Регионального отделения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в Южном Федеральном округе РФ №83-2002-1-009-009 от 13.01.03 г. о назначении административного наказания, вынесенное в отношении ОАО "Ростовский порт" (См.: <http://ugfcsm.aanet.ru/justice.htm> (на страничке "Арбитражный суд Ростовской области")), когда субъектом, виновным в нераскрытии информации (ежеквартального отчета), было признано само акционерное общество и взыскание было направлено на его имущество (Как указывается в ч.1 ст.3 Закона "Об акционерных обществах", "общество несет ответственность по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом").

⁵²¹ См.: ст.2 Закона РФ "Об акционерных обществах".

крытие информации, имуществом акционеров.

При этом снова приходится возвращаться к вопросу – какова цель раскрытия информации? Как отмечено выше, цель любого раскрытия информации – обеспечение добросовестности участников рынка ценных бумаг и, в конечном итоге, обеспечение сохранности интересов инвесторов, в том числе акционеров. Следовательно, все предпринимаемые государственными органами меры, направленные на обеспечение раскрытия информации, направлены на защиту интересов акционеров.

Но, как мы уже говорили выше, применяя административные взыскания, государственные органы пытаются защитить акционеров за счет их же имущества (ибо акционерное общество, в конечном итоге, отвечает по своим обязательствам имуществом самих же акционеров).

Для разрешения этой коллизии мы считаем нужным внести в законодательство РУз о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг правило о том, что в случае нераскрытия информации акционерным обществом, предоставления неправдивой или неполной информации либо непредоставления необходимой информации вовремя и доступным образом, ответственность несут должностные лица акционерного общества, обязанные заниматься подготовкой и предоставлением указанной информации.

Мы считаем целесообразным внести соответствующие изменения в ст.31 Закона РУз "О механизме функционирования ценных бумаг", предусматривающую административную ответственность за нарушения законодательства о ценных бумагах, т.е. конкретизировать и усилить ответственность должностных лиц за нарушения правил раскрытия информации, причем так, чтобы причиненный ими ущерб возмещался за их счет.

4.3. Инсайдерские сделки как способ нарушения имущественных интересов акционеров

В Узбекистане в настоящее время механизм пользования и ответственности за заключение сделок с использованием "ин-

сайдерской информации" законодательно не урегулирован, кроме как ст.28 Закона РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", закрепляющей понятие служебной информации, перечень лиц, имеющих доступ к служебной информации, а также устанавливающей запрет на заключение сделок с использованием такой информации, либо ее передачу третьим лицам. Хотя в ст.28 указанного Закона РУз предусматривается ответственность за заключение сделок с использованием служебной информации, ни в каком законодательном акте РУз механизмы реализации данной ответственности не определены.

В академической литературе под термином "инсайдер"⁵²² привычно понимаются участники деятельности корпорации, которые имеют потенциальные возможности нанести ущерб имущественным интересам акционеров, т.е., как это указывается в экономической литературе по организационной экономике (теория фирмы)⁵²³, лица, несущие потенциальную угрозу создания агентских проблем⁵²⁴. В традиционном смысле, под агентской проблемой понимается классический случай расхождения интересов акционеров, как инвесторов корпорации, и управляющего слоя корпорации – директоров и менеджеров. При этом менеджеры корпорации выступают как бы в качестве агентов акционеров, управляющих доверенным им со стороны акционеров имуществом⁵²⁵. Отсюда можно сделать вывод, что инсайдеры могут нанести потенциальный ущерб акционерам ввиду наличия в их руках определенных полномочий по управлению; это же можно сказать и в отношении менеджеров и акционеров, владеющих контрольным пакетом акций компании.

⁵²² В переводе с английского термин «инсайдер» означает «тот, кто внутри (компании)». При этом надо отметить, что акционеров (если существуют контролирующие акционеры, то меньшинство акционеров) в литературе принято называть «аутсайдеры», что соответственно означает «те, кто снаружи».

⁵²³ См. подробнее: Рональд Коуз. Фирма, рынок и право. – М.: Catallaxy, 1993.

⁵²⁴ См. подробнее: O. Hart, J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119; S. Grossman, O. Hart. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P. 691.

⁵²⁵ На возможность существования подобной проблемы указывал уже Адам Смит в его труде «Достояние наций», сравнивая управляющих с непреданными и эгоистичными слугами богатого человека.

В типичном употреблении этого понятия инсайдерские сделки совершаются, когда лицо продает или покупает ценные бумаги корпорации, используя внутреннюю материальную информацию. "Внутренней" эта информация является в том смысле, что она представляет собой новые изменения или достижения в корпорации, не известные широкой публике, поскольку корпорация не успела еще раскрыть ее, или она вообще не подлежит раскрытию как коммерческая тайна⁵²⁶. Эта информация является "материальной", т.е. важной, так как, будучи публично доступной, она повлияла бы на цену акций, в результате влияния на мнения инвесторов о качестве корпорации как объекта инвестирования. Если корпорация имеет явные достижения, то и спрос на ее акции растет, а в результате увеличиваются и цены на эти акции, и наоборот⁵²⁷. Используемая в этих целях информация не является публично доступной, и ею пользуется лишь ограниченный круг лиц. Из этого мы можем сделать вывод, что, в первую очередь, инсайдерские сделки нарушают интересы акционеров в результате неравного к ним отношения.

Однако в аспекте правового регулирования инсайдерских сделок, как показывает законодательная практика США, термин "инсайдер" не применяется в традиционном смысле этого термина, означающего субъект, имеющий фидуциарную обязанность, хотя законы и суды США эту обязанность признают.

Существует также понятие "вторичные инсайдеры", кем уже являются лица, не несущие фидуциарной обязанности перед компанией. Примером может послужить казус США vs. О-Хеген (United States vs. O'Hagan)⁵²⁸, когда юрист, обслуживавший фирму Гранд Мет (Grand Met), узнав о предстоящей сделке компании, начал приобретать опционы, которые намеревалась приобрести Гранд Мет, и получил выгоду более чем 4 млн. долл. При предъявлении обвинений он утверждал, что не име-

⁵²⁶ То же положение можно заметить в ч.1 ст.4 Законопроекта.

⁵²⁷ См.: Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Publishers, Inc., 1986. – P.264.

⁵²⁸ См.: United States vs. O'Hagan. 117 S.Ct. 2199, 2211 (1997) (quoting the Eighth Circuit's Opinion in O'Hagan. 92 F.3d at 618).

ет фидуциарной обязанности в отношении Гранд Мет, а потому невиновен. Однако суд не принял аргументы О-Хегена и признал его виновным.

Таким образом, к вторичным инсайдерам могут относиться юристы, инвестиционные банки, бухгалтеры, брокеры, которые в силу заключенного ими договора с компанией или ее акционерами имеют доступ к непубличной информации⁵²⁹. Как видим, что в целях создания правового механизма по инсайдерским сделкам под термином "инсайдер" понимаются не только управляющие и акционеры компании, но и другие лица, имеющие возможность получить инсайдерскую информацию, в силу природы их взаимоотношений с такими традиционными инсайдерами, как управляющий персонал и акционеры.

Вот почему закон применил термин "инсайдер" в столь широком значении, указывая, что инсайдерами могут быть также лица в силу заключенного ими договора с эмитентом. Однако в США в решении суда по делу Сера Техасского Залива 1966г. было указано, что "никто не может торговать, используя инсайдерскую информацию, так как она наносит ущерб другим покупателям и продавцам"⁵³⁰. Это означало, что любое лицо, несмотря на то, как оно получило информацию, и имеет ли какую-либо непосредственную деловую связь с эмитентом, может быть признано инсайдером, уже в силу обладания им инсайдерской информации, что является наиболее широкой интерпретацией термина "инсайдер". Такое положение позднее было исправлено на практике, как в случае с делом О-Хеген, где при определении объема данного понятия также была учтена природа взаимоотношений инсайдера и эмитента.

Это, в свою очередь, наталкивает нас на идею более четкого формулирования понятия "инсайдер". Надо раскрыть природу взаимоотношений между инсайдером и корпорацией, а не

⁵²⁹ См.: Laura Nyantung Beny. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement: International Evidence. – 2002.

http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ (The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series), а также: <http://ssrn.com/abstract=304383>

⁵³⁰ См.: Jaffe Jeffrey F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1974. – № 5(1). – P.93–121.

ограничиваться перечнем лиц, которые ими являются. По нашему мнению, желательно также дать в Законе наиболее общие критерии определения круга лиц, которые являются инсайдерами. При этом, очевидно, целесообразно применить такие критерии, как преимущественное положение инсайдеров по сравнению с другими участниками рынка ценных бумаг, а также учесть доверие эмитента, которым пользуется инсайдер в силу его положения в отношении эмитента.

Следует отметить, что конечные эффекты влияния инсайдерских сделок на интересы акционеров до сих пор остаются спорными. Например, такие экономисты, как Генри Манне, считают инсайдерские сделки полезными для корпоративного управления⁵³¹. Некоторые экономисты полагают даже, что инсайдерские сделки являются наилучшим средством обеспечения реальности цен акций, так как в данном случае они основываются на точной информации, а в противном случае – на слухах и догадках⁵³². По мнению этих экономистов, инсайдерские сделки, обеспечивая реальность цен акций, служат интересам инвесторов, ибо наиболее точно представляют реальную цену компаний и, в конечном итоге, обеспечивают благоприятный инвестиционный климат. Конечно, за это инвесторам приходится расплачиваться, и эту расплату получают те, кто непосредственно использует инсайдерскую информацию.

Г.Манне указывал, что существует специальная группа предпринимателей, которые развивают и управляют современными предпринимательскими корпорациями и потому являются социально полезными создателями реального благосостояния. Однако корпорации не оплачивают их труд адекватно их усилиям и социальному вкладу в развитие экономики. Так что именно инсайдерские сделки компенсируют их усилия и не позволяют таким выдающимся людям отойти от подобной деятельности. Если бы не инсайдерские сделки, пишет Манне, корпоративная система не выжила бы⁵³³.

Исходя из подобных рассуждений, эти экономисты считают

⁵³¹ См.: Manne, Henry G. *Insider Trading and the Stock Market*. – New York: The Free Press, 1966.

⁵³² См.: Andrew Adams, Adrian FitzGerald, Jamie Rollo. *The New Insider Dealing Legislation – a Confusing Outcome*. – 1996. <http://www.ssrn.com>

⁵³³ См.: Manne, Henry G. *Op. cit.*

целесообразным исключение инсайдерских сделок из ряда незаконных действий, чтобы каждый смог торговать по мере своей уведомленности и интересы инвесторов не были ущемлены. Чрезмерность же инсайдерских сделок мог бы, дескать, ограничить сам рынок⁵³⁴.

Однако каждое из указанных утверждений имеет, на наш взгляд, ряд недостатков. Конечно, инсайдерские сделки определенно обеспечивают точность цен, но интересам инвесторов инсайдерские сделки не служат, поскольку у инвесторов теряется всякое доверие к фондовому рынку, что уменьшает их желание инвестировать свои средства. С другой стороны, такое информационное обеспечение рынка мы считаем неэффективным из-за фрагментарности и непостоянности подобного способа, по сравнению с обязательным и периодическим раскрытием информации.

Аргумент Г.Манне, с нашей точки зрения, также неубедителен. Он теряет свою весомость перед таким элементарным аргументом, что компенсация менеджерам зависит от производительности их труда, и в конечном счете, те талантливые менеджеры, о которых говорил Манне, получают высокую компенсацию своего труда⁵³⁵.

В любом случае, мы считаем, что совершение менеджерами инсайдерских сделок означает обусловленное явным интересом злоупотребление ими своими должностными возможностями, и лица, использующие инсайдерскую информацию, выигрывают потому, что она не доступна другим акционерам. Это, в свою очередь, означает неодинаковое отношение менеджеров к акционерам, что, несомненно, является нарушением прав акционеров, а в результате возникает агентская проблема⁵³⁶.

Другим актуальным вопросом, как в академических кругах, так и среди практиков, является то, насколько эффективно можно предотвращать инсайдерские сделки и неравномерное

⁵³⁴ См.: Prindl A. and Prophan B. *The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance* // The Association of Corporate Treasurers. – London: Blackwell, 1994.

⁵³⁵ См.: Robert Charles Clark. *Op. cit.* – P.266.

⁵³⁶ См.: Alexandre Padilla. *Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?* // *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. – 2002. – №5(1)(Spring). – P.3–38.

обеспечение рынка информацией посредством правового регулирования, хотя во всех развитых странах мира практикуется правовое регулирование инсайдерских сделок⁵³⁷.

По оценке эффективности регулирования инсайдерских сделок экономистами был проведен ряд эмпирических исследований. Первым в этом деле был Джеффри Джейф, который исследовал влияние правового регулирования на инсайдерское поведение. Он изучил влияние трех правовых казусов на объем совершенных инсайдерских сделок: решение Кеди Робертс (Cady Roberts) 1962г., обвинительный акт Сера Техасского Залива (Texas Gulf Sulphur) 1965г. и решение по делу Сера Техасского Залива 1966г.⁵³⁸ В итоге проведенных исследований он пришел к выводу, что выгодность инсайдерских сделок была одинаковой, как до принятия этих решений, так и после.

В 1980г. в США Федеральная комиссия по ценным бумагам и биржам США (Security Exchange Commission – SEC) усилила правовое регулирование и санкции инсайдерских сделок, в результате чего предполагалось значительное усиление влияния на уровень совершаемых инсайдерских сделок. Вследствие этого количество исков против корпоративных инсайдеров увеличилось от 49% до 80%⁵³⁹. Сложившаяся при этом ситуация в период 1975–1989гг. была исследована Сейхуном, который опубликовал полученные результаты в 1992г. Особой целью данного исследования было изучение эффектов законодательных изменений 80-х годов⁵⁴⁰. Сейхун пришел к выводу, что в рассматриваемый период количество инсайдерских сделок только увеличивалось в связи с расширением и ростом рынка,

⁵³⁷ См.: Bhattacharya and Daouk (2002). В своем отчете они указывают, что среди 23 развитых стран абсолютно все имеют законодательства об инсайдерских сделках, а 18 из них принимают активные меры по их применению. См.: Venkat R. Eleswarapu, Kumar Venkataraman. The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis. – 2003. http://business.baylor.edu/J_Martin/Tff2001/Publications.htm

⁵³⁸ См.: Jaffe Jeffrey F. Op. cit. – P.93–121.

⁵³⁹ См.: Отчет Хаддока и Макей в 1987г.: Haddock, David D., Jonathan R. Macey. Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation // Journal of Law and Economics. – 1987. – №30(October). –P.311–352.

⁵⁴⁰ См.: Seyhun H. Nejat. The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions // Journal of Law and Economics. – 1992. – №35(1). –P.149–182.

а правовые изменения 80-х годов нисколько не потревожили инсайдеров.

Из литературы мы усматриваем ряд причин неэффективности регулирования инсайдерских сделок. Первая из них – неосязаемость используемой инсайдерами информации. При регулировании инсайдерских сделок законодатель сталкивается с тем, что информация об объекте регулирования является неосязаемым товаром, а потому, в отличие от физических объектов, поток информации здесь намного труднее регулировать⁵⁴¹, тем более ставить какие-либо барьеры. Исходя из этого, законодатель может запретить инсайдеру самому заключать сделки с ценными бумагами, используя инсайдерскую информацию, но не сможет узнать, передал ли инсайдер эту информацию другому лицу. При этом законодатель сталкивается с "проблемой первого лица" (first person problem), т.е. всегда будет существовать некое первое лицо, имеющее доступ к инсайдерской информации. В результате, хотя инсайдер, имеющий доступ к информации, и будет под постоянным наблюдением, законодатель столкнется с двумя другими проблемами. Во-первых, законодатель не сможет предотвратить передачу информации другим лицам, закрыв инсайдеру доступ к инсайдерской информации, поскольку в таком случае инсайдер не сможет исполнять свои служебные обязанности. Во-вторых, законодатель не сможет узнать, общался ли инсайдер с другими лицами в целях передачи им инсайдерской информации.

Проблема доступа первого лица становится еще сложнее, когда к инсайдерской информации в силу своих служебных обязанностей имеют доступ не одно, а несколько лиц. На практике в корпорациях происходит именно так, потому что они управляются целой группой лиц, которые используют эту информацию в течение всего периода исполнения ими своих обязанностей. А в результате, чем больше лиц знают инсайдерскую информацию, тем больше сторонних лиц могут получить ее.

⁵⁴¹ Ведь именно этим и объясняется в теории права интеллектуальной собственности необходимость специальных механизмов регулирования, отличных от классических механизмов регулирования права собственности, объектами которых являются вещи материальные.

Другой проблемой оказывается информационная сеть, по которой распространяется инсайдерская информация. Ведь сторонние лица, получившие от инсайдеров информацию, могут, в свою очередь, передавать ее другим лицам. И чем дальше идет информация, тем сложнее проследить ее и узнать, кто является ее первоисточником. А с другой стороны, становится еще труднее остановить оборот подобной информации, ибо она уже известна достаточно широкому кругу лиц⁵⁴². Отсюда мы делаем вывод, что наиболее эффективным способом регулирования инсайдерской информации является предотвращение ее распространения от первоисточника. Указанная проблема не является новой для корпоративного права. Еще Г.Манне в 1966г. описал этот феномен незаконных рынков инсайдерской информации⁵⁴³.

Следующей важной проблемой правового регулирования инсайдерских сделок представляется неоперативность подобного регулирования вследствие неосязаемости информации как его главного объекта. Как указывает Мелброук, законодательные органы, например Комиссия по ценным бумагам, используют неоперативные стратегии нахождения и преследования незаконных инсайдерских сделок⁵⁴⁴. Первый источник основывается на индивидуальном информировании людей о подобных сделках. Другой способ базируется на материальных доказательствах типа заметок, телефонных разговоров, которые свидетельствуют о совершении подобных сделок. Но из-за неосязаемости инсайдерской информации Комиссия не всегда имеет в распоряжении надлежащие материальные доказательства. В результате основным источником становится только обстоятельственный мониторинг при предотвращении инсайдерских сделок. При этом обстоятельственные данные получаются при определении "необычного движения цен на дни совершения инсайдерских сделок"⁵⁴⁵.

⁵⁴² Вместо информации, будь это вещь материальная, достаточно было бы отобрать эту вещь, но подобного нельзя сказать о информации.

⁵⁴³ См.: Manne, Henry G. Op. cit.

⁵⁴⁴ См.: Meulbroek Lisa K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading // The Journal of Finance. – 1992. – №47(5). – P.1661–1699.

⁵⁴⁵ Idem. – P.1689.

А.Брис представил свое объяснение причин сложности регулирования инсайдерских сделок посредством статистических данных. Он указывает, что законодательное регулирование, обеспечивая благоприятный инвестиционный климат, делает рынок ценных бумаг наиболее ликвидным. При этом, чем ликвиднее рынок, тем труднее определить наличие инсайдерских сделок из-за множества совершаемых операций. Важно подчеркнуть, что законодательство об инсайдерских сделках только создает у инвесторов иллюзию благополучия фондового рынка, чем, в свою очередь, и поддерживается подобная ликвидность. Таким образом, чем ликвиднее рынок, тем больше операций в нем совершаются, и в этом множестве трудно выделить единичные случаи инсайдерских сделок⁵⁴⁶.

В борьбе против негативных последствий инсайдерских сделок, на наш взгляд, немалую роль могло бы сыграть и непереносимое вынесение решений о крупных и важных сделках на повестку дня внеочередных общих собраний акционеров. В этой связи считаем целесообразным привести один пример из судебной практики США.

В 1991г. Окружной суд США рассмотрел дело Virginia Bankshares, Inc. против Sandberg. В суде было установлено, что это дело было связано с предложением о "замороженном" слиянии, в котором First American Bank of Virginia (Банк) должен был влиться в подавшую иск корпорацию Virginia Bankshares, Inc. (VBI), полностью принадлежавшую подавшей иск корпорации First American Bankshares, Inc. (FABI). В этом предложении исполнительный комитет и совет Банка одобрили цену в 42 долл. за акцию для акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, которые потеряют свои прибыли в Банке после слияния. Хотя закон Виргинии специально оговаривает, что предложение о слиянии должно быть поставлено на открытое голосование на собрании акционеров с предшествующим распространением информационного обращения к акционерам, директора банка-истца, тем не менее, ходатайствовали о про-

⁵⁴⁶ См.: Bris, Arturo. Do Insider Trading Laws Work? // Yale ICF Working Paper. – 2000. – №00–19. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248417.

ведении голосования по данному предложению по доверенности. В своем ходатайстве директора настаивали на принятии предложения и заявляли, что план был одобрен из-за того, что он давал возможность акционерам, не имеющим контрольного пакета акций, получить высокую цену за свои акции.

Г-жа Сэндберг, возражавшая против этого, не передала свой голос по доверенности и после того, как слияние было одобрено, подала прошение в Окружной суд США. Она требовала возмещения ущерба от того, что, помимо прочего, доверенности были получены при помощи ложных или вводящих в заблуждение заявлений в нарушение ст.14(а) Закона о торговле ценными бумагами (1934) и правила 14а-9 Комиссии по ценным бумагам и биржам. Сэндберг заявила, что директора считали, что у них нет иной альтернативы, кроме как рекомендовать слияние, если они хотели остаться в совете. Сэндберг была присуждена сумма выплаты, соответствующая разнице между ценой предложения и реальной стоимостью акций. Остальные возражавшие тоже действовали с индивидуальными исками, выдвигая аналогичные требования.

Апелляционный суд, утвердив решение Окружного суда, признавшего претензии акционеров обоснованными, указал, что определенные заявления при привлечении доверенностей, включая то, которое касалось стоимости акции, являлись существенно вводящими в заблуждение и что возражавшие могли бы поддержать обвинение, даже если их голоса не являлись необходимыми для осуществления слияния⁵⁴⁷.

Уже из этого примера видно, что общее собрание акционеров в принципе может сказать свое веское слово при обсуждении вопроса о таких важных сделках, как слияние, в частности обеспечив их надлежащую гласность посредством публикации предусмотренной законом на сей счет информации. И это тоже очень важное средство предупреждения и пресечения незаконных инсайдерских сделок, наносящих ущерб акционерам.

Следует подчеркнуть, что многие страны продолжают принимать и совершенствовать законодательства по инсайдер-

⁵⁴⁷ Virginia Bankshares, Inc. vs. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991). – <http://www.ssrn.com>

ским сделкам. Например, Европейская Комиссия официально признала необходимость подобного регулирования, приняв директиву, требующую от своих участников принятия законодательства об инсайдерских сделках. В преамбуле директивы делается акцент на экономическую важность здорового рынка ценных бумаг и указывается, что доверие инвесторов зависит от гарантий их равного положения и их защищенности от неправомерного использования инсайдерской информации⁵⁴⁸.

Практика показывает, что Узбекистан также нуждается в регулировании отношений по инсайдерским сделкам. Исходя из всех этих соображений, мы и предприняли попытку разработать примерный проект Закона РУз "Об инсайдерской информации и инсайдерских сделках". (См. приложение). Проект подготовлен, исходя из действующего законодательства РУз об акционерных обществах, с учетом опыта разработки аналогичных законодательных актов за рубежом (РФ и др.), и состоит из 15 статей. В этих статьях характеризуются цели, предмет, сфера применения данного Закона и используемые в нем основные понятия; определяется суть инсайдерской информации; содержатся такие нормы, как ограничения на распоряжение и использование инсайдерской информации; информация о сделках инсайдеров; раскрытие инсайдерской информации; контроль за сделками на рынке ценных бумаг; расследования в отношении инсайдерских сделок; полномочия саморегулируемых организаций участников рынка ценных бумаг по контролю за сделками с использованием инсайдерской информации; специальные требования в отношении профессиональных участников рынка (в том числе физических лиц) ценных бумаг в сфере использования инсайдерской информации; служба внутреннего контроля; ответственность за нарушение настоящего Закона и порядок возмещения ущерба лицам, пострадавшим от противоправных действий инсайдеров. При этом особо указано, что о нарушениях настоящего Закона, требующих уголовного расследования, информация должна передаваться в след-

⁵⁴⁸ См.: Council Directive 89/592 Coordinating Regulations on Insider Trading // Common Mkt. Rep. – 1998. – №1(CCH). – P.1761.

ственные органы, по прочим нарушениям предусмотрены штрафные санкции.

На наш взгляд, принятие и введение в действие этого Закона будут во многом способствовать надлежащему соблюдению установленного в республике порядка на рынке ценных бумаг, защите прав и законных интересов всех участников сделок с ценными бумагами.

ВЫВОДЫ

Узбекистан, как показал проведенный нами анализ имеющихся материалов, характеризуется высокой концентрированностью владения акционерным капиталом. Но несмотря на это, существует определенный законодательный баланс по обязательному раскрытию информации как со стороны управляющих компаний, так и со стороны акционеров-инсайдеров, тогда как в США и Германии субъекты раскрытия информации не одинаковы (в Германии – акционеры-инсайдеры, а в США – управляющие и директора компаний). По этому поводу А.Шляйфер и Р.Вишни, изучавшие степень законодательной защиты прав собственности в различных странах, предложили следующую гипотезу: во многих странах континентальной Европы права акционеров (особенно мелких) защищены значительно хуже, чем в англосаксонских странах. В подобных случаях атомистическая структура собственности внутри корпорации представляется значительно менее вероятной. Наиболее прочные гарантии владения фирмой обеспечивает концентрация стратегического пакета акций в распоряжении одной или нескольких семей⁵⁴⁹.

Как показано в работе, последнее время появились и теоретические модели, показывающие, что при определенных допущениях можно констатировать следующее правило: в стране, которая эффективно обеспечивает более прочную защиту прав акционерной собственности, можно (разумеется, при прочих равных условиях) ожидать меньшей концентрации собственности и более интенсивного использования "внешних" ресурсов, предоставляемых финансовыми рынками, а также более интенсивных инвестиций. При этом, учитывая, что меньшая концентрированность акционерного владения оказывается для инвестиционного рынка явлением благоприятным (обеспечивая ликвидность фондового рынка и легкий доступ к капиталу)⁵⁵⁰,

⁵⁴⁹ См.: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межеряупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003. – С.9. <http://www.iet.ru>.

⁵⁵⁰ См.: Глазунов Д. Вопросы корпоративного управления и раскрытия информации в России // Третье заседание круглого стола по вопросам корпоративного управления

можно еще раз прийти к выводу, что обязательное раскрытие информации смогло бы сыграть положительную роль в совершенствовании корпоративного управления и рынка ценных бумаг в Узбекистане.

Вся эта информация, на наш взгляд, может реально помочь определить взаимосвязь между национальными различиями в управленческих структурах акционерных обществ и их режимами обязательного раскрытия информации. Существующие различия в структуре управления акционерными обществами между странами показывают, что эффективность раскрытия информации в различных странах находится в зависимости от структуры акционерного владения. Например, в таких странах, как Германия и Япония, структура корпоративного управления не требует такого высокого уровня информации, как, например, в США. Но подобная структура предопределяется также уровнем защиты прав собственности инвесторов, в том числе посредством раскрытия информации. Исходя из этого, можно считать, что более высокий уровень требуемого раскрытия информации, а в результате – более надежная защита прав собственности инвесторов улучшили бы общее состояние корпоративного управления и его эффективность в Узбекистане.

Осуществленный нами анализ показал, что раскрытие информации играет важную роль в корпоративном управлении. Оно помогает акционерам эффективно реализовать их права, а также обеспечивать выполнение менеджментом его фидуциарных обязанностей. Раскрытие информации положительно влияет на четыре ключевых механизма экономики по контролю менеджмента: рынок корпоративного контроля, компенсация менеджмента, зависящая от цены акции, стоимость капитала и привлечение внешних источников финансирования. При этом раскрытие информации улучшает выбор новых инвестиционных проектов в экономике и выбор действия существующих средств. В конечном итоге, раскрытие информации может улучшить деятельность менеджмента, заставляя его осоз-

знавать и исправлять реальные ее недостатки.

Проведенный в работе анализ законодательства РУз, касающегося раскрытия информации о ценных бумагах, выявил наличие в нем ряда существенных недочетов. В частности, в ч.2 п.1 Положения ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг" не подчеркивается протекционная природа раскрытия информации в отношении покупателей ценных бумаг. Поэтому мы предложили переформулировать указанную норму так, как это показано выше.

Далее. Сравнение существующего законодательства РУз и РФ показывает, что, хотя нормы по регулированию раскрытия информации в обоих государствах фрагментированы по различным нормативным актам, законодательство РФ, в отличие от законодательства РУз, более систематизированно. Но, как показано выше, имеется ряд пробелов и коллизий в обоих законодательствах. По нашему мнению, необходима унификация всех правовых актов, специально регулирующих раскрытие информации, в едином акте, что значительно облегчило бы и законотворческий процесс, и само регулирование соответствующих общественных отношений в этой сфере.

Еще одним недостатком правовой системы РУз по раскрытию информации мы считаем возложение на акционерное общество ответственности за правонарушения, совершаемые его должностными лицами, в результате которого государственные органы пытаются защитить акционеров от нераскрытия информации акционерным обществом фактически за счет имущества самих акционеров. На наш взгляд, надо ввести в ст.31 Закона РУз "О механизме функционирования ценных бумаг" правило, о том, что за нераскрытие информации, предоставление неправдивой или неполной информации или непредоставление подобной информации вовремя и доступным образом ответственность несут должностные лица акционерного общества, ответственные за подготовку и предоставление подобной информации.

Все это, по нашему убеждению, будет способствовать совершенствованию правового обеспечения раскрытия информации в сфере корпоративной деятельности и фондового рынка РУз и повышению эффективности норм закона, нацеленных

на действенную защиту интересов как реальных акционеров, так и потенциальных инвесторов.

Мы считаем также назревшим вопрос о введении в Кодекс Республики Узбекистан об административной ответственности нормы об ответственности за непредставление эмитентом или профессиональным участником рынка ценных бумаг инвестору по его требованию предусмотренной законодательством информации либо представление недостоверной информации, а также использование инсайдерской информации.

Очевидна также необходимость принятия специального законодательного акта об инсайдерских сделках. Как отмечено в работе, правовое регулирование инсайдерских сделок является задачей не простой и требующей от законодателя предельного внимания, тем более, что регулирование подобных отношений является сферой относительно новой и недостаточно изученной⁵⁵¹. С другой стороны, сложность регулирования этих отношений в разных подотраслях корпоративного права привела бы к разбросу норм по инсайдерским сделкам по отдельным законодательным актам, что намного усложнит применение этих норм. Так что принятие именно специального акта по инсайдерским сделкам качественно улучшило бы и облегчило законодательное регулирование и практическое применение этих норм.

Надо подчеркнуть также значимость раскрытия понятия "конфликт интересов". Поэтому, во-первых, целесообразно дать в Законе объяснение этого термина, а во-вторых, желательно указать в Законе о возможных действиях инсайдера в случае обнаружения инсайдерской информации о незаконных действиях эмитента, а также должностных лиц, что также может повлиять на стоимость ценных бумаг.

Итак, учитывая важность инсайдерских сделок, в Узбекистане мы считаем целесообразным разработать и принять специальный Закон "Об инсайдерской информации и инсайдерских сделках", проект которого разработан нами и представлен в приложении.

⁵⁵¹ Если не учитывать США, то большинство развитых стран мира начали принимать законодательные нормы об инсайдерских сделках только после 80-х годов XXв.

ГЛАВА V

ПРАВОВЫЕ НОРМЫ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ И ИХ РЕАЛИЗАЦИЯ

5.1. Юридическая природа приобретения контроля над корпорацией (дружественные и недружественные поглощения)

Последствия глобализации экономики, как видно из анализа изученного нами материала, повсеместно вынуждают компании укрупнять капитал в целях более эффективного его использования. В настоящее время можно утверждать, что слияния и поглощения являются динамично развивающейся мировой тенденцией консолидации активов и концентрации производственной деятельности. Впервые активная деятельность по поглощениям началась в США в конце XIX– начале XXв., и подобная тенденция получила широкое развитие в этой стране в 80-х годах XXв.⁵⁵² В современности эта страна считается лидером по количеству слияний и поглощений⁵⁵³. Причиной подобной активности этих процессов в США, как известно, являются высоколиквидный фондовый рынок и рассредоточенное владение компаниями, что создает наиболее благоприятные условия для поглощений⁵⁵⁴.

Те же процессы явно развиваются и в других странах мира, хотя там, особенно в Европе, а также в Узбекистане, рынок ценных бумаг не отличается особой ликвидностью. В Европе пример поглощений крупных компаний являют: Энсо (Финляндия), немецкая компания Маннесманн (Mannesmann AG), компания Телеком Италия (Telecom Italia SpA) и др.⁵⁵⁵

⁵⁵² См.: Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988. – P.149.

⁵⁵³ См.: Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P.285.

⁵⁵⁴ См.: Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. – P.34.

⁵⁵⁵ См.: <http://euro.m&a.eu.net>

Хотя слияния и поглощения имеют единую цель, т.е. объединение существующих ресурсов двух или более компаний, правовые механизмы осуществления обоих процессов радикально отличны. При слиянии практически осуществляется реорганизация юридических лиц, т.е., как указывается в Законе, "слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних"⁵⁵⁶. Далее, в ст.96 Закона указывается, что "общество, участвующее в слиянии, заключает договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества (ч.2). При слиянии обществ все права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему обществу в соответствии с передаточным актом (ч.4)".

Механизм поглощений намного проще. Данная процедура ограничивается лишь приобретением контрольного пакета акций компании-цели со стороны поглощающей компании⁵⁵⁷. В результате компания-цель продолжает свое существование, становясь подобной дочерней компании, а поглощающая компания приобретает полный контроль над поглощаемой компанией. Таким образом, при поглощении изменяется только собственник компании-цели, но ее юридический статус остается неизменным, в отличие от слияния. При этом поглощение компании можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного и частичного права собственности⁵⁵⁸.

Учитывая радикальные различия в правовых механизмах обоих способов объединения корпораций, мы рассмотрим в данной главе вопросы защиты прав акционеров при поглощениях, т.е. при приобретении контроля посредством приобретения акций.

⁵⁵⁶ См.: ч.1 ст.96 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" от 26.04.1996. №223-1 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

⁵⁵⁷ См.: Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Институт экономики переходного периода // Научные труды.– М., 2002. – №43. – С.59. www.iet.ru

⁵⁵⁸ См.: там же. – С.59.

Поглощения являются процессом затратным⁵⁵⁹ и очень сложным. Как правило, для приобретения значительного количества акций компании-приобретатели заключают целый ряд сделок, при которых как на планирование поглощений, приобретение акций, так и на процесс заключения сделок производятся большие затраты. В дальнейшем возникают затраты и в связи с перекоординацией деятельности поглощенной компании, в том числе со сменой управленческого состава. Но следует иметь в виду, что в данном случае речь идет не только о многомиллионных сделках, но об интересах других акционеров как продавцов своих акций, как меньшинства акционеров существующих компаний, для которых поглощение может принести только вред, что, соответственно, отразится на интересах акционеров. В конечном итоге, как нам представляется, поглощения могут иметь важное значение для самого общества и государства, например при создании монопольных гигантов посредством объединения двух компаний одной отрасли.

Поэтому в разных странах принимаются действенные меры, дабы не допустить монополизации в той или иной отрасли в интересах обеспечения свободы и равноправия в рыночной конкуренции, а заодно обеспечить и защиту потребителя от монопольно высоких цен, недобросовестного отношения к качеству продукции в случае монополизации ее производства одной гигантской корпорацией и т.п.

Мы считаем уместным привести здесь несколько примеров из практики судебных органов США в деле предотвращения монополизированных тенденций. В 1960г. Philadelphia National Bank и Girard Trust Corn Exchange Bank были вторым и третьим крупнейшими коммерческими банками Филадельфии. Советы директоров этих банков одобрили поглощение Girard со стороны Philadelphia National Bank. Однако Департамент юстиции запретил поглощение, ссылаясь на то, что это объединение нарушает Антитрестовский закон Шермана и Закон Клейтона. Но Окружной суд Восточного округа Пенсильвании принял решение в пользу банков, и исполнительная власть подала апелляцию.

⁵⁵⁹ См.: Michael C. Jensen and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – April, 1983. – P.5.

Перед Верховным судом США был поставлен вопрос: нарушает ли поглощение, направленное на ограничение конкуренции и создание монополии, Закон Клейтона. Верховный суд устами его председателя Бреннана отклонил аргументы банков во имя общественного блага. Он заявил, что поглощение, эффект которого состоит в существенном ограничении конкуренции, не освобождается от санкций Закона Клейтона, поскольку при элементарном сопоставлении социальных или экономических плюсов и минусов санкции могут быть оценены положительно⁵⁶⁰.

В 1985г. корпорация Olin заключила соглашение с корпорацией FMC о покупке ее предприятия по производству химикатов для плавательных бассейнов. С конца 70-х годов корпорация Olin испытывала значительные трудности в производстве определенных химреактивов, улучшающих санитарное состояние плавательных бассейнов. Активы FMC, которые покупала корпорация Olin, включали завод по производству дезинфицирующих средств.

Федеральная торговая комиссия (ФТК) оспорила приобретение указанного объекта, ибо оно нарушает федеральные антitrustовские законы. ФТК дала указание корпорации Olin избавиться от активов, приобретенных у FMC. Судья по административному праву согласился с ФТК и сделал заключение, что результатом приобретения может стать значительное ослабление конкуренции на рынке дезинфицирующих средств. Корпорация Olin подала апелляцию по поводу указания ФТК о лишении прав собственности.

Вопрос, поставленный перед апелляционным судом Девятого округа, состоял в том, имела ли право ФТК давать указание корпорации Olin избавиться от активов, приобретенных в результате поглощения, и может ли приобретение привести к значительному ослаблению конкуренции. Апелляционный суд подтвердил решение ФТК, что приобретение активов компанией Olin приведет к значительному ослаблению конкуренции на соответствующих рынках в нарушение ст.7 Закона Клейтона, 15

⁵⁶⁰ United States vs. Philadelphia National Bank et al., Bank 374 U.S. 321, 83 S. Ct. 1715, 10 L. Ed. 2d 915 (1963). – <http://www.ssrn.com>

Свода законов США и ст.5 Закона о Федеральной торговой комиссии. Далее суд заявил, что указание ФТК компании Olin освободиться от активов было средством защиты права в пределах компетенции ФТК⁵⁶¹.

Все это говорит о необходимости создания такой правовой среды для поглощений, чтобы они не выходили за экономически эффективные границы, не осуществлялись в чисто эгоистичных целях или за счет других акционеров, кроме приобретателей. Например, в практике российского корпоративного управления при корпоративных поглощениях права собственности акционеров в целом нарушались различными способами, в том числе путем непосредственного нарушения прав собственности акционеров в отношении акционерного общества, что принято называть "передел собственности по-русски"⁵⁶², или же путем ухудшения корпоративного управления, т.е. ухудшения инвестиционного положения акционеров и т.п.

В первую очередь, на наш взгляд, надо определить, что понимается под понятием "приобретение контроля" и является ожидаемым результатом от совершения поглощений. Как пишут Фама и Дженсен, приобретение контроля над корпорацией означает совокупность прав нанимать, увольнять и определять значение исполнительной компенсации⁵⁶³ менеджмента корпорации⁵⁶⁴. Или, как указывает Е.Л.Губина, корпоративный контроль означает возможность субъектов акционерных отношений обеспечивать постоянное влияние на принятие стратегических управленческих решений⁵⁶⁵. Определение Фамы и Дженсена, конечно, не полностью соответствует статусу акционеров

⁵⁶¹ Olin Corporation vs. Federal Trade Commission, 986 F. 2d. 1295 (9th Cir. 1993). – <http://www.ssrn.com>

⁵⁶² См.: Российский институт директоров. http://www.rid.ru/db.php?db_id=731&l=ru

⁵⁶³ Подразумевается оплата труда управляющих компании.

⁵⁶⁴ См.: Fama Eugene F. and Michael C. Jensen. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. 2. – №26. – P.327–349. <http://papers.ssrn.com/paper=94032>; Michael C. Jensen. Foundations of Organizational Strategy. – Cambridge: Harvard University Press, 1998; Fama Eugene F. and Michael C. Jensen. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – June, 1983. – №26. – P.301–325. <http://papers.ssrn.com/paper=94034>

⁵⁶⁵ См.: Губина Е.Л. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: Юристъ, 1999. – С.18.

в Узбекистане, но все же подобные определения нельзя назвать ошибочными, так как они отражают специфику статуса акционеров по законодательству США⁵⁶⁶. На наш взгляд, и определение Е.Л.Губиной недостаточно правильно отражает значение "контроля акционеров", так как, по нашему мнению, акционеры наделены правом контроля не для определения исхода любых стратегических решений, а только тех, которые без их вмешательства нанесли бы ущерб их имущественным интересам как инвесторов корпорации⁵⁶⁷, что является результатом, говоря языком Берла и Минса, "отделения владения от управления". Но в любом случае, нам очевидно, что приобретение полного контроля (в данном случае именно полного), в соответствии с законодательством РУз, означает, что акционер, который приобрел более половины акций общества, может решить судьбу общества почти любым способом, вплоть до его ликвидации, и после приобретения контроля почти ничто не сможет ему помешать.

Однако законодательством РУз установлен намного меньший лимит приобретения контроля. Вместе с тем мы должны отметить, что в Узбекистане, в отличие от большинства зарубежных стран, кроме отдельных корпоративно-правовых норм и актов антимонопольного регулирования, специального законодательного акта по регулированию поглощений нет.

В Законе РУз сказано, что "общество может иметь дочерние и зависимые хозяйственные общества с правами юридического лица". В Законе указывается также, что "общество признается зависимым, если другое (преобладающее) общество имеет более 20 процентов голосующих акций первого обще-

⁵⁶⁶ Учитывая, что основные полномочия акционеров в отношении корпораций в США заключаются в принятии решений по найму и увольнению директоров компании. См. подробнее: Lucian Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Berkeley Olin Program. Law & Economics. – Working Paper Series (University of California, Berkeley). – Paper №86. – 2003. <http://repositories.cdlib.org/blewp/art86>

⁵⁶⁷ Не случайно к исключительным полномочиям общего собрания акционеров по Закону (ст.65) отнесены такие решения, как реорганизация и ликвидация, изменение уставного фонда, а не такие полномочия, как принятие решений, например, по внедрению важного предпринимательского проекта, который принес бы корпорации колоссальные доходы и при этом имел бы также очень важное стратегическое значение для дальнейшего ее процветания.

ства" (п.6 ст.9 Закона). Там же предусмотрено, что при поглощениях является обязательным раскрытие информации о приобретении более чем 20% акций (в результате чего АО становится зависимым).

В ст.80 Закона РФ "Об акционерных обществах"⁵⁶⁸ (ФЗ РФ) закреплено правило возможности "добровольного предложения", где указывается, что "лицо, имеющее намерение самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрести 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, обязано не ранее чем за 90 дней и не позднее чем за 30 дней до даты приобретения акций направить в общество письменное уведомление о намерении приобрести указанные акции". В Законе РУз подобное правило, однако, отсутствует.

Как видим, по ФЗ РФ, приобретение более 20% акций данного общества ставит его в зависимость от другого общества, а приобретение 30% акций означает уже поглощение. Хотя в Законе говорится, что это правило направлено на регулирование поглощений, правило об обязательной оферте в мировой правовой практике служит правовым средством защиты миноритарных акционеров при поглощениях.

На наш взгляд, в обоих правилах существует определенное противоречие. Статус общества становится зависимым в результате приобретения 20% его акций, что дает другому юридическому лицу целый ряд полномочий, т.е. общество, которое приобрело это количество акций, в некоторой мере может решать судьбу зависимого общества, в силу приобретения значительного контроля. Но то же самое происходит и при поглощениях, в результате которых приобретающее лицо пытается решить судьбу другого общества путем установления значительного контроля над последним. Отсюда выходит, что по ФЗ РФ достаточно приобрести более 20% акций, в результате чего общество становится зависимым, но не довести это значение

⁵⁶⁸ См.: Закон Российской Федерации "Об акционерных обществах" от 26.12.1995. №208-ФЗ. <http://lin.ru> (на страничке "Законодательные и нормативные акты").

до 30%, не дав сработать при этом нормам по поглощениям.

Конечно, и в случае приобретения 20–30% акций, как нам представляется, зависимости можно избежать, если объединить голоса всех остальных акционеров, имеющих целый ряд полномочий, как право созыва внеочередного собрания АО и т.д. Поэтому понятие "зависимость" в этом случае мы считаем все же условным и относительным по сравнению с ситуацией после приобретения более 50% акций АО.

В РУз лимит на право распоряжаться акциями определен в размере 35%⁵⁶⁹. И все же в Узбекистане не предусмотрено единого законодательного уровня концентрации прав голоса в АО, которая означала бы приобретение контроля. Видимо, этот лимит установлен в инструкции по примеру некоторых зарубежных стран. Между тем в России такой лимит определен в 20%⁵⁷⁰, в Германии, в Акте, регулирующем публичные предложения для приобретения ценных бумаг и поглощения компаний, прямо указывается, что приобретение 30% акций означает приобретение контроля⁵⁷¹.

Итак, поглощение производится посредством покупки определенного процента акций компании-цели. В типичных случаях это осуществляется посредством тендерного предложения, при котором компания-поглотитель разными способами добивается согласия владельцев акций продать их ему. Такое приобретение может быть осуществлено также с согласия и уведомления менеджмента компании-цели⁵⁷², и такие поглощения в литературе принято называть дружественными поглощениями.

⁵⁶⁹ См.: Инструкция о порядке контроля за приобретением более 35 процентов акций хозяйствующего субъекта. Утверждена Постановлением от 24.09.2001 г. Госкомдемонополизации N 5 и ЦККФРЦБ при ГКИ N 2001-12, зарегистрированным МЮ 06.11.2001 г. N 1079 // ИПС "Норма" от 24.04.2004.

⁵⁷⁰ См.: ст.18 Закона РФ "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" от 22.03.1991. №948-1 (в ред. от 09.10.2002 № 122-ФЗ). <http://lin.ru> (на страничке "Законодательные и нормативные акты").

⁵⁷¹ См.: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). <http://ssrn.com>

⁵⁷² В этом случае, как правило, менеджмент обеих компаний предусматривает единую цель – увеличение эффективности компаний, создав для них единую предпринимательскую среду.

Подобные предложения могут осуществляться и посредством прямого обращения к акционерам компании-цели, путем приобретения целых блоков акций или постепенной скупки их на фондовом рынке, незаметным образом⁵⁷³. Такие поглощения, осуществляемые без согласия менеджмента, принято называть недружественными⁵⁷⁴. Как отмечает А. Шивдасани, недружественные поглощения имеют место, когда "первичное тендерное предложение было отклонено со стороны совета директоров. Активное сопротивление менеджмента в форме мер против поглощений также свидетельствует о враждебности тендерных оферентов"⁵⁷⁵. А. Ауэрбах идентичным образом определяет враждебные поглощения, как "акт, о котором не договаривались до начального предложения, не был принят правлением от начала, или оспаривался управлением компании-цели любым способом"⁵⁷⁶. В мировой практике подобные поглощения принято называть "рынком корпоративного контроля", так как чаще поглощаются неэффективно управляемые компании.

Впрочем, разделение поглощений на дружественные и недружественные представляется нам условным, о чем говорят и многие авторы. К примеру, Дж. Кристенсен указывал, что термин "враждебное" является результатом заблуждения⁵⁷⁷, поскольку, "кроме как отсутствие сотрудничества между покупателем и управлением компании-цели, этот тип корпоративного приобретения концептуально не содержит при этом никаких враждебных элементов". Поэтому Кристенсен предлагает использовать термины "договоренное поглощение" и "недогово-

⁵⁷³ Как правило, подобное постепенное приобретение запрещено законодательством о раскрытии информации, так как подобный покупатель с самого начала обязан раскрыть информацию о своем подобном намерении, что означает относительную дороговизну подобного поглощения. См.: Burkart M. Economics of Takeover Regulation // Stockholm Institute of Transition Economics (SITE). Staff Papers. – December, 1999. – №6. – P.17.

⁵⁷⁴ Правовые последствия в отношении прав акционеров при обоих видах поглощений будут рассмотрены в этом параграфе ниже.

⁵⁷⁵ См.: Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers // Journal of Accounting and Economics. – 1993. – №16. – P.93.

⁵⁷⁶ См.: Auerbach Alan J. Mergers and Acquisitions. – NY, 1988. – P.137.

⁵⁷⁷ См.: Christensen Jan-Schans. Contested Takeovers in Danish Law. – Boston, 1991. – P.21.

ренное поглощение⁵⁷⁸. Но хотя это мнение имеет под собой логичную основу, с практической точки зрения, на наш взгляд, оно означает то же самое, о чем говорят Ауербах и Шивдасани. Ведь, как правило, именно менеджмент представляет повседневные интересы компании, или, как указывается в Законе, руководит текущей хозяйственной деятельностью АО. А потому, его негативное отношение к поглощению определяет "настроение" всего АО, делая, таким образом, этот акт недружественным для АО. С другой стороны, разделение поглощений на дружественные и враждебные является наиболее оптимальным с точки зрения классификации обоих видов поглощений, учитывая, что они имеют совершенно разные экономические и правовые последствия (о чем будет сказано ниже).

Следует отметить, что в практике зарубежных стран, особенно в США и Великобритании, недружественные поглощения часто выступают в роли "санитаров" экономической среды, и после поглощений нередко повышается экономическая эффективность как поглощаемой, так и поглотившей компании⁵⁷⁹. Еще раз отметим, что данный вид поглощений был назван недружественными лишь потому, что их не желает текущее правление компании. При этом ущербность недружественных поглощений для интересов акционеров практически зависит от того, насколько эффективно право защищает их интересы.

На значимость этого условия – защиты интересов акционеров при поглощениях – неоднократно указывалось в решениях судебных органов зарубежных стран, в частности США.

Так, в феврале 1986 г. компания Edelman Group начала скупку акций корпорации Fruehauf на открытом рынке. Edelman предложила дружественное поглощение, которое совет директоров Fruehauf отклонил. Позднее члены руководства Fruehauf согласовали с Merrill Lynch выкуп контрольного пакета за счет кредита в два этапа. Специальный комитет внешних директоров

⁵⁷⁸ Idem.

⁵⁷⁹ К примеру, подобное мнение высказывалось в агентской теории, откуда и возникло понятие "рынок корпоративного контроля". Подробнее см.: Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305–360.

Fruehauf одобрил выкуп контрольного пакета менеджментом. Однако компания Edelman добилась предварительного судебного запрета, ограничивающего возможность завершения выкупа.

Перед судом был поставлен вопрос, нарушили ли внешние директора свой основанный на общественном доверии долг перед компанией. Шестой окружной апелляционный суд США установил, что совет директоров Fruehauf, используя корпоративные фонды для финансирования покупателя, действовал не вполне лояльно по отношению к акционерам, так как не получил их одобрения и, таким образом, нарушил свой общественный долг перед акционерами. Более того, суд заявил, что, поскольку становится очевидным, что объект поглощения будет приобретен новыми владельцами, долг директоров – проследить, чтобы акционеры получили самую высокую цену, т.е. главное в таких случаях – соблюдение прав и законных интересов акционеров⁵⁸⁰.

Как показывают тенденции современного мирового правового регулирования поглощений, оно ставит перед собой две основные цели: защиту интересов акционеров и сохранение здорового рынка ценных бумаг, что, в конечном итоге, также ведет к повышению благосостояния акционеров. Например, в Великобритании в "Городском кодексе по поглощениям" указывается, что его целью является "обеспечение честного и равного отношения ко всем акционерам во время поглощений"⁵⁸¹. Европейская Комиссия указывает, что целью проекта для Директивы "О тендерных предложениях по поглощениям" (Directive on Takeover Bids) является "обеспечение одинаковой защиты по всему ЕС меньшинства акционеров компаний, акции которых котируются на фондовом рынке, в случае изменения контроля и обеспечение минимальными правилами для проведения тендерных предложений"⁵⁸². Совецательный комитет по тендерным предложениям (Advisory Committee on Tender Offers) Комиссии купли-продажи (оборота) ценных бумаг

⁵⁸⁰ Edelman vs. Fruehauf Corp., 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986). – <http://www.ssrn.com>

⁵⁸¹ См.: Burkart M. Op. cit. – P.17.

⁵⁸² См.: EU Commission. Proposed Takeovers Directive: Question and Answers. – 03.07.2001. <http://euc.com>

(Securities Exchange Commission) США в отчете за 1983г. отмечал, что "регулирование поглощений не должно отдавать предпочтение приобретаемой и приобретающей компании, но должно иметь целью достижение разумного баланса, и в то же время защиту интересов акционеров и целостность, и эффективность рынков (ценных бумаг)"⁵⁸³.

Мы считаем целесообразным в первую очередь рассмотреть различные теоретические точки зрения по поводу того, насколько выгодны или ущербны поглощения для благосостояния акционеров. Одни аргументы указывают, что поглощения эффективны для рынка ценных бумаг, а другие утверждают, что поглощения являются для рынка ценных бумаг вредоносными. Здесь под рынком ценных бумаг (или фондовым рынком) мы подразумеваем рынок акций и, соответственно, считаем, что любое рациональное, реальное улучшение дел на рынке акций, в конечном итоге, означает повышение имущественного благосостояния акционеров и отвечает их законным интересам как инвесторов.

Рассмотрим несколько гипотез.

Гипотеза эффективного рынка поглощений. Это традиционная позиция, занимаемая Чикагской Школой⁵⁸⁴, согласно которой посредством ценового механизма рынок всегда может эффективно распределять ресурсы⁵⁸⁵. Данная гипотеза предполагает, что поглощения приводят к эффективным последствиям, ибо создают акционерам возможности получать максимальную эффективность от их инвестиций⁵⁸⁶. Это достигается посредством снижения агентских затрат⁵⁸⁷ и эффекта совместной деятельности. Сторонниками этой гипотезы были

⁵⁸³ См.: Burkart M. Op. cit. – P.18; US Securities Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers. Report of Recommendations. – 1983. – P.XVI ff.

⁵⁸⁴ Idem.

⁵⁸⁵ Хотя данная концепция, по сути, является экономической, она сыграла одну из важных ролей при создании законодательства по регулированию корпоративных поглощений в англо-американском праве.

⁵⁸⁶ См.: Mertens H.J. Förderung von Schutz vor Zwang zu Übernahmeangeboten? // AG. – 1990. –№6. – P.252–259.

⁵⁸⁷ Под агентскими затратами понимаются потери акционеров для обеспечения эффективного корпоративного управления.

Hasbrouck⁵⁸⁸ and Morck, Shleifer and Vishny⁵⁸⁹ и др., указывающие, что именно плохое управление компаниями приводит к их поглощениям.

Снижение агентских затрат. В большинстве листинговых компаний из-за рассредоточенного владения возникает разделение на лиц, которые владеют компанией (акционеры), и группу, которая управляет ею (менеджмент)⁵⁹⁰. Менеджмент принимает решения по управлению имуществом (которым, как правило, является уставный капитал АО), а акционеры испытывают предпринимательский риск от подобного использования их имущества⁵⁹¹. При этом акционер единственно заинтересован в том, чтобы компания работала доходно, что означает и повышение благосостояния акционеров. В свою очередь, у менеджмента есть свои личные интересы, как повышение зарплаты, условия труда, престиж и др.⁵⁹² Согласно указанной гипотезе, один из способов сделать так, чтобы менеджеры работали в соответствии с интересами акционеров, создает рынок корпоративного контроля⁵⁹³. Если компания действует непроизводительно в результате неэффективного управления со стороны менеджмента, рыночная стоимость ее акций упадет⁵⁹⁴, и реакцией акционеров может быть выход из участия в подобной компании посредством продажи своих акций⁵⁹⁵. В таком случае потенциальная компания-оферент, будучи уверенной, что она

⁵⁸⁸ См.: Hasbrouck Joel. The Characteristics of Takeover Targets // Journal of Banking and Finance. – 1985. – №9. – P.351–362.

⁵⁸⁹ См.: Morck Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.293–315.

⁵⁹⁰ См.: Jensen Michael J. and W.H. Meckling. Theory of the Firm and Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305–360.

⁵⁹¹ Подобное же положение закреплено в ч.2 ст.2 ФЗ РФ, где указывается, что акционеры несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

⁵⁹² См.: Jensen Michael J. Takeovers: their Causes and Consequences // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – №2. – P.21–48.

⁵⁹³ См.: Hart Oliver and John Moore. Incomplete Contracts and Renegotiation // Econometrica. – 1988. – №56. – P.755–785.

⁵⁹⁴ См.: Easterbrook Frank and Daniel Fischel. The Proper Role of a Targets Board in Responding to a Tender Offer // Harvard Law Review. – 1981. – №94. – P.1161.

⁵⁹⁵ См.: Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.

сможет эффективно управлять этим (слабоуправляемым) АО, приобретает контроль над ним посредством поглощения и устраняет от работы неэффективный менеджмент⁵⁹⁶. Таким образом, в данном случае поглощения, как нам представляется, приводят к эффективности в двух аспектах:

1) *Ex post*: Поглощения являются способом замены неэффективно работающих менеджеров, которые либо являются некомпетентными, либо не действуют в наилучших интересах акционеров.

2) *Ex ante*: Уже небольшая угроза поглощений приводит к дисциплинированию менеджеров, заставляя их действовать в наилучших интересах акционеров⁵⁹⁷.

С этой точки зрения, контроль над компанией видится нам как ценность, которая котируется на таком специальном и активном рынке, как рынок корпоративного контроля. Можем заметить, что эта "ценность" имеет природу, схожую с природой акций, которые, непосредственно, физически не воплощая в себе какие-либо материальные блага, также являются определенным товаром. Подобная ценность акций обусловлена закреплением за ними определенных имущественных прав, которыми обычно обладают акционеры. Отсюда можно заметить существование прямой взаимосвязи между ценами акций и производительностью менеджеров: низкие цены акций при наличии рынка корпоративного контроля требуют от менеджеров больших усилий для улучшения благосостояния акционеров. Таким образом, рынок корпоративного контроля наделяет акционеров и защитой, и властью⁵⁹⁸. Поглощения при этом обеспечивают постоянный пересмотр со стороны АО своих предпринимательских стратегий⁵⁹⁹. Типичной проблемой, кото-

⁵⁹⁶ См.: Robert Charles Clark. *Corporate Law*. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers, Inc, 1986. – P.533.

⁵⁹⁷ См.: Denis David J. and Jan M. Serrano. *Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests* // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – №40. – P.239–266.

⁵⁹⁸ См.: Manne H. *Mergers and the Market for Corporate Control* // *Journal of Political Economy*. – 1965. – №73. – P.110–120.

⁵⁹⁹ См.: Jarrell Gregg A., James A. Brickley and Jeffrey M. Netter. *The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980* // *Journal of Economic Perspectives*. – 1988. – №2. – P.49–68.

рая возникла бы в отсутствии подобного механизма, было бы то, что менеджеры преследовали бы только собственные цели за счет акционеров, из-за отсутствия эффективного контроля, и компании генерировали бы значительный поток свободно движущейся денежной наличности⁶⁰⁰. Свободное движение ее означает избыточную денежную наличность по сравнению с той, которая необходима для финансирования прибыльных для компании проектов⁶⁰¹. В этих случаях менеджеры могут вложить свободные денежные средства в невыгодные проекты⁶⁰², вместо того, чтобы выплатить эти деньги акционерам в качестве дивидендов. И здесь дисциплинирующая природа поглощений решает проблему переинвестирования, исключая чрезмерные потенциалы, уменьшая неэкономные инвестиции⁶⁰³. Учитывая наличие рынка корпоративного контроля, менеджмент будет дорожить своим рабочим местом⁶⁰⁴. Некоторые ученые рассматривают подобную проблему переинвестирования как объяснение существования поглощений⁶⁰⁵.

Но мы считаем нужным отметить, что поглощения подвергались и критике, поскольку они приводят к конфликту интересов между акционерами и менеджерами. Критики утверждали, что поглощения стимулируют менеджеров вести не слишком долгосрочную предпринимательскую политику⁶⁰⁶: долгосрочные перспективы их больше не интересуют, ибо они не могут добиться высокой производительности за короткий срок и рискуют быть уволенными в результате поглощений⁶⁰⁷.

Другим аргументом дисциплинирующего эффекта поглоще-

⁶⁰⁰ См.: Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. – 1976. – P.659–665.

⁶⁰¹ См.: Easterbrook Frank and Daniel Fischel. Op. cit. – P.1161.

⁶⁰² Подобный процесс принято называть «строительством империй» (empire building).

⁶⁰³ См.: Jensen Michael J. and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1983. – №11. – P.5–50.

⁶⁰⁴ См.: Höpner M. and Jackson G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance // MIPIFG Discussion Paper. – 2001. – №01/4. – P.9.

⁶⁰⁵ См.: Knoll H.C. Die Übernahme von Kapitalgesellschaften / Textbook. – Baden-Baden, 1992. – P.21.

⁶⁰⁶ См.: Kaplan Steven N. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value // Journal of Financial Economics. – 1989. – №24. – P.217–254.

⁶⁰⁷ См.: Mertens H.J. Op. cit. – P.27.

ний является чрезмерная дороговизна совершения тендерных предложений по сравнению с другими, менее дорогостоящими альтернативными механизмами контроля поведения менеджмента, как активизм акционеров⁶⁰⁸. По этому поводу один автор отметил даже, что "войны поглощений, учитывая, что очень многим людям приходится платить, являются очень дорогими по сравнению с революциями внутри дворца"⁶⁰⁹. Генри Манне, отец концепции "рынок корпоративного контроля", частично анализировал этот момент в своей работе и заметил, что "большой проблемой корпоративного контроля является получение надежной информации о новых возможностях (то есть узнать, правильна ли информация о том, что корпорация плохо управляется)"⁶¹⁰. Но в целом, как показывает нам практика корпоративного управления, затраты и эффекты различных механизмов контроля менеджеров зависят от разных факторов: число аутсайдеров в совете управляющих⁶¹¹, интервенция регуляторных институтов государства, уровень концентрации владения и соответствие интересов управляющих интересам акционеров⁶¹².

О столкновении в таких ситуациях интересов директоров и акционеров свидетельствуют, в частности, материалы из судебной практики разных стран, в том числе США.

Так, в 1991г. акционеры корпорации Trans-Union Corporation подали коллективный иск против совета директоров, заявляя, что совет был чрезвычайно халатен при выполнении обязанности соблюдать осторожность, порекомендовав акционерам одобрить соглашение о поглощении по цене 55 долл. за

⁶⁰⁸ См.: Kummer D. and Hoffmeister R. Valuation Consequences of Cash Tender Offers // *Journal of Finance*. – 1978. – №33. – P.505–516.

⁶⁰⁹ Под выражением "внутри дворца" подразумевается активизм акционеров против своих неэффективных менеджеров. См.: Krause H. *Op. cit.* – P.22.

⁶¹⁰ См.: Manne H.J. *Op. cit.* – P.29.

⁶¹¹ В данном случае, под аутсайдерами понимаются преданные интересам акционеров менеджеры. В случае того, что поглощение может стать для акционеров ущербным, менеджеры компании могут стать наилучшими защитниками интересов акционеров при поглощениях, учитывая такие факторы, как некомпетентность многих акционеров в подобных делах, и др.

⁶¹² На практике, при полном соответствии интересов сторон, совершение поглощения становится практически невозможным.

акцию. Хотя цена за акцию была значительно выше текущей рыночной стоимости, акционеры заявили, что она была недостаточной. Суд штата Делавэр принял в пользу директоров решение, вынесенное в порядке упрощенного судопроизводства, и акционеры подали апелляцию. Верховный суд штата Делавэр указал, что он будет досконально изучать процесс, в ходе которого было принято решение совета.

Обычно суд старается не вмешиваться в решения советов директоров корпораций. Однако данный случай нарушил этот принцип, и суд пошел по пути досконального юридического изучения управленческих решений. Суд отказался применить к директорам корпорации обычное допущение, что при принятии управленческих решений они опирались на компетентную информацию, действовали добросовестно и наилучшим образом соблюдали интересы компании и акционеров. Суд решил, что определение – являлось ли деловое решение совета директоров обоснованным, зависит от того, опирались ли директора на всю доступную им существенную информацию до принятия данного решения. Далее суд указал, что, в соответствии с правилом презумпции добросовестности, не существует защиты для директоров, принявших неинформированные и необдуманные решения. Тем самым суд признал обоснованность иска акционеров, защищавших свои законные интересы от противоречащих им действий совета директоров этой корпорации⁶¹³.

Вместе с тем из материалов зарубежной судебной практики можно выявить также немало случаев, когда директора компаний действуют в полном соответствии с законом, не в ущерб их компании и не нарушают права акционеров. Так, в июне 1985г. компания Pantry Pride попыталась вступить в переговоры с Revlon, предлагая дружественное приобретение. Та отклонила предложение. В августе 1985г. совет директоров Revlon порекомендовал акционерам отклонить это предложение. Затем Revlon инициировала некоторые защитные тактические меры. Pantry Pride вновь повторила свое предложение. Revlon провела переговоры о сделке с компанией Forstmann Little, которая

⁶¹³ Smith vs. Van Gorkom, Del. Supr, 488 A 2d 858 (1985). – <http://www.ssrn.com>

включала положение об ограничении продажи акций и освобождение от накопленных конвертируемых обмениваемых привилегированных акций. Revlon представила также Forstmann дополнительную финансовую информацию, которой не было у Pantry Pride.

Перед судом были поставлены следующие вопросы: 1) разрешает ли законодательство Делавэра соглашения об ограничении продажи акций; 2) действовал ли совет директоров Revlon обоснованно?

Верховный суд Делавэра постановил следующее:

– ограничительные и аналогичные соглашения разрешаются законами Делавэра в тех случаях, когда их принятие не связано с интересами директоров или другими нарушениями фидуциарных обязанностей;

– действия, предпринятые директорами в данном случае, не отвечают этому стандарту, т.е. они ничего не нарушили (С.Г.);

– заинтересованность в различных корпоративных спонсорах является уместной, когда существует угроза поглощения;

– соответствующая заинтересованность в многочисленных спонсорах ограничивается требованием рационального увеличения выгод для акционеров;

– когда продажа компании становится неизбежной, обязанность совета директоров изменяется от сохранения существования корпорации к максимизации стоимости компании при продаже к выгоде акционеров. (Это заключительное положение стали называть "доктриной Ревлон")⁶¹⁴.

Можно привести и другой пример. В июне 1990г. миноритарный акционер компании Healthco, заявляя, что цена акций Healthco была занижена, развернул борьбу за доверенности с целью заменить действующий совет директоров. Борьба завершилась после того, как Hicks Muse, крупная фирма по покупке контрольных пакетов, вмешалась в конфликт в качестве арбитра и помогла миноритарным акционерам заменить действующий совет директоров. В марте 1991г. новый совет Healthco, включавший директоров, являвшихся акционерами

⁶¹⁴ Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. Supr., 506 A. 2d 173 (1986). – <http://www.ssrn.com>

Healthco, согласился продать компанию подконтрольной фирме Hicks Muse. Новая компания испытывала производственные проблемы. В июне 1993г. Healthco заявил о несостоятельности в соответствии со ст.11 Кодекса о банкротствах США. В сентябре того же года дело было пересмотрено в соответствии со ст.7, и компания была ликвидирована, что привело к ощутимым убыткам ее кредиторов.

Но в июне 1995 г. доверенное лицо кредиторов по делу о банкротстве начало судебный процесс в Суде по банкротствам США против фактически всех участников компании — всего 65 ответчиков, включая директоров компании, которых обвинили в нарушении лояльности. Истцы заявили, что доля собственности директоров в акционерном капитале Healthco способствовала их заинтересованности в ее продаже. Директора, ссылаясь на юридический прецедент и документальное подтверждение процесса принятия решений, доказывали, что они выполнили свои обязанности лояльности и соблюдения осторожности. Они просили Суд по банкротствам отклонить решение, вынесенное в порядке упрощенного судопроизводства, но суд отказался, постановив, что директора действительно были "заинтересованной" стороной согласно закону.

Два года спустя в Федеральном районном суде г.Вустер (штат Массачусетс), опять прошел судебный процесс по этому делу. На сей раз суд отказался принять постановление Суда по банкротствам и назначил суд присяжных. Директора повторили аргументы в свою защиту. Они представили в качестве свидетеля от лица директоров эксперта – доктора Р.Стобауха, заслуженного профессора в отставке Гарвардской школы бизнеса и члена совета директоров Национальной ассоциации корпоративных директоров. Доктор Стобаух свидетельствовал, что директора Healthco действовали согласно общепринятой практике в отношении как своей лояльности, так и обязанности соблюдать осторожность. После семинедельного судебного процесса жюри вынесло вердикт в пользу всех ответчиков по всем обвинениям, т.е. подтвердило законность действий директоров, выполнявших

свой долг лояльности и соблюдения осторожности⁶¹⁵.

Эффекты совместной деятельности. Вторая группа аргументов, утверждающих, что тендерные предложения (поглощения) приводят к эффективным результатам, сводится к тому, что контроль над компанией-целью приобретается ввиду наличия возможности получения выгоды от совместного действия двух компаний⁶¹⁶, а в результате возрастает ценность обеих компаний. Хотя большинство эмпирических исследований дает противоречивую информацию о реальности эффекта от совместной деятельности⁶¹⁷, подобные эффекты нередко служат объяснением тому, почему oferent готов купить компанию по более высокой цене, чем рыночная⁶¹⁸. При этом премии, которые выплачиваются акционерам поглощаемой компании, являются индикатором того, насколько oferent оценил поглощаемое АО⁶¹⁹.

Аргументы о неэффективности результатов поглощений. Выдвинуто также множество аргументов против тендерных предложений поглощений. Здесь мы рассмотрим те из них, которые указывают на ущерб, наносимый поглощаемым компаниям и, в конечном счете, – их акционерам.

Эксплуатация. Несомненным результатом тендерных предложений являются значительные доходы акционеров поглощаемой компании, которые смогли продать свои акции в условиях, когда разница между рыночной ценой и предлагаемой стоимостью акций при поглощении оказывается очень большой. В литературе это называется "абнормальная отдача" от акций

⁶¹⁵ In re Healthco International, Inc., Securities Litigation 208 B.R. 288, 300 (Bankr. D. Mass, 1997). – <http://www.ssrn.com>

⁶¹⁶ См.: Lipton M. and Lorsch J.W. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance // The Business Lawyer. – 1992. – №48. – P.59–77.

⁶¹⁷ См.: Bebchuk Lucian A. and Oliver Hart. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control // NBER Working Paper. – 2002. – №8633. – P.48.

⁶¹⁸ См.: McConnell J. and Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. – 1990. – №27. – P.595–612.

⁶¹⁹ См.: Mitchell Mark L. and J. Harold Mulherin. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Ability // Journal of Financial Economics. – 1996. – №41. – P.193–229.

(abnormal returns of shares)⁶²⁰. При этом приобретающая компания ожидает получить намного большую отдачу от своих инвестиций, по сравнению с той ценой, что она "переплатила" бывшим акционерам неэффективно управляемой компании. Компания-поглотитель добивается ожидаемого результата посредством экспроприации таких участников деятельности компании (stakeholder), как меньшинство акционеров, работники, в том числе управляющие, кредиторы, поставщики и др.⁶²¹ При этом компания-поглотитель нарушает существующие контракты с участниками деятельности компании, что затем приносит ей прибыль.

Новый приобретатель компании имеет множество возможностей использовать свою власть в целях получения прибыли за счет меньшинства акционеров. Например, у него будет возможность управлять контрактами компании и, пользуясь этим, он может заключать контракты в пользу своей компании, устанавливая искусственно низкие цены⁶²². Поглотитель может также определять информационную политику, дивиденды компании через администрацию и, в определенной мере, распределение дивидендов между акционерами⁶²³. Этими действиями поглотитель может действовать на миноритарных акционеров до тех пор, пока они не продадут ему все свои акции. Такая экспроприация участников компании может, конечно, с нашей точки зрения, привести к повышению эффективности ее деятельности, но за счет ущемления интересов миноритариев.

Таким образом, концепция экспроприации, очевидно, предполагает, что поглощения могут повысить благосостояние поглощаемой компании, но и лишит меньшинство акционеров

⁶²⁰ См.: Radner Roy. Hierarchy: The Economics of Managing // Journal of Economic Literature. – 1992. – №30. – P.1382–1415.

⁶²¹ См.: Schneider-Lennee Ellen R. Corporate Control in Germany // Oxford Review of Economic Policy. – 1992. – №8. – P.11–23.

⁶²² См.: St-Pierre Josee, Jean-Marie Gagnon and Jacques Saint-Pierre. Concentration of Voting Rights and Board Resistance to Takeover Bids // Journal of Corporate Finance. – 1996. – №3. – P.45–73.

⁶²³ См.: Thomsen Steen. Foundation Ownership and Economic Performance // Corporate Governance. – 1996. – №4. – P.212–221.

результатов подобного улучшения⁶²⁴.

Давление. Получив тендерное предложение, акционеры компании-цели часто попадают в очень сложную ситуацию: они должны в кратчайшие сроки принять решение – продавать или нет их акции. При этом отдача от принятого решения зависит от позиции других акционеров (коллективное принятие решений)⁶²⁵. А ввиду большого количества акционеров, которые должны принять решение за очень короткий период, их выбор не может быть эффективно скоординирован⁶²⁶. В конце-концов, акционеры продают свои акции, не желая стать меньшинством в компании после ее поглощения, когда оферент станет ее контролировать. Такая ситуация называется также "проблема давления на тендер"⁶²⁷.

Итак, как видим, поглощения могут иметь как положительные, так и отрицательные последствия. Но, рассматривая поглощения в целом, можно отметить, что они считаются нормальными в экономической жизни зарубежных стран⁶²⁸. А насколько они окажутся негативными как для акционеров, так и для АО в целом – во многом зависит от правового регулирования. Исходя из сказанного, мы позволим себе сформулировать целый ряд правил правового регулирования поглощений с наименьшим ущербом для акционеров.

В первую очередь, мы считаем целесообразным раскрыть причины деления поглощений на дружественные и недружественные (враждебные). Как указывалось выше, эта оценка поглощений в целом зависит от отношений к ним менеджмента. Поглощения могут сыграть свою роль в решении агентских про-

⁶²⁴ См.: Daines Robert. Do Staggered Boards affect Firm Value? Takeover Defenses after the Poison Pill. – Mimeo. New York University Law School. – 2001. – P.33.

⁶²⁵ См.: Zeckhauser Richard J. and John Pound. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. Glenn (ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investments. – Chicago: University of Chicago Press, 1990. – P.III.

⁶²⁶ См.: Warner Jerold B., Ross L. Watts and Karen H. Wruck. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.461–492.

⁶²⁷ См.: Bebchuk L. and Ferrel A. Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers // NBER Working Paper. – 1999. – №7232. – P.21.

⁶²⁸ См.: Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.

блем, сменив недобросовестных или неэффективных менеджеров новым приобретателем компании. Но здесь могут возникнуть другие агентские проблемы – с правлением компании-цели, которое может предпринять ряд мер к воспрепятствованию поглощения. Это, в общем-то, естественная реакция правления АО, ведь оно оказывается под угрозой лишения высокооплачиваемых должностей в результате смены владельца (да и репутация их тоже пострадает). Меры противодействия поглощению носят скорее экономический, чем правовой характер. В качестве популярных примеров защитной тактики можно привести "ядовитые пилюли" (poison pill) и "белого рыцаря" (white knight).

"Ядовитые пилюли", или, вернее, права на закупку акций, довольно долгое время считались наиболее широко используемым и успешным средством обороны против поглощений, применявшимся американскими корпорациями. Данный способ защиты был применен в 1983г. в борьбе с поглощениями между Корпорацией Ленокс и корпорацией Браун-Форман Дистиллерс⁶²⁹. План действий был рассчитан на то, чтобы увеличить стоимость поглощения и воспрепятствовать этому, обеспечивая акционеров компании способностью "растворить" их акции, покупая новые выпущенные акции по очень низкой цене или налагая на покупателя обязательство купить акции существующих акционеров по очень высокой цене⁶³⁰. Последний вариант очень похож на закрепленное в европейских странах обязательство предложения всем акционерам закупки их акций, но в США, в отличие от большинства других стран (Германия, Франция, Великобритания, Бельгия и др.), оно не носит законодательно императивного характера, кроме как в штатах Пенсильвания и Мэн⁶³¹, а используется по желанию АО. Таким образом, поскольку поглощение становится очень дорогостоящим, тендерный оферент (потенциальный поглотитель) скорее

⁶²⁹ См.: Grossman Sanford and Oliver Hart. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // The Bell Journal of Economics. – 1980. – №11. – P.42–64.

⁶³⁰ См.: Comment Robert and G. William Schwert. Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Statutes // Journal of Financial Economics. – 1995. – №39. – P.3–43.

⁶³¹ См.: Swartz L. Mick. The Massachusetts Classified Board Law // Journal of Law, Economics, and Finance. – 1998. – №4(1). – P.22, 29.

отказывается от своих намерений. Ответственным за указанные меры, убеждение акционеров применить их и за организацию этой тактики выступает правление компании⁶³².

О том, что конкретно означают "ядовитые пилюли" и их применение, можно наглядно показать на следующих примерах из материалов судебной практики США.

В 1985г. фирма Т. Буна Пикенса Mesa II Partners предложила 54 долл. за каждую из 64 млн. акций компании Unocal. Компания Морган противопоставила этому предложение об обмене 87,2 млн. собственных акций (чуть менее 50%) на серию обеспеченных векселей Unocal, что в совокупности составляло 72 долл. за акцию. Дополнительной тонкостью в этом предложении было условие, что никакие акции, предлагаемые со стороны или от имени Mesa или от ее дочерних фирм, не будут приниматься для обмена.

Центральный окружной суд Калифорнии не согласился с обвинением Mesa, что исключение Mesa из предложения об обмене нарушило ст.ст. 13(e) и 14(e) Закона о торговле ценными бумагами (1934) с учетом изменений, внесенных знаменитым Законом о тендерных предложениях (1968), известным как Закон Уильямса. Предварительный судебный запрет против обмена Unocal был отклонен. Суд не нашел ничего в нормах Закона Уильямса, поддерживающего заявление о том, что разделы 13(e) и 14(e) требуют «поддержки всех акционеров» для тендерных предложений. Суд объявил, что «Конгресс никогда не собирался существенно регулировать тендерные предложения», добавив, что суды могут оценивать справедливость обращения корпораций с акционерами на индивидуальной основе. Unocal в конечном счете добилась успеха, пытаясь использовать сделанное ею дискриминационное тендерное предложение, чтобы защитить себя от предложения Mesa.

В соответствии с решением Верховного суда штата Делавэр, действие было признано обоснованным в свете угрозы, которую директора Unocal увидели в Mesa. Это решение предсказывала Morgan, в лице которой суд поддержал новаторское

⁶³² См.: Stulz Rene. Managerial Control of Voting Rights // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.25–54.

использование защиты при помощи «ядовитой пилюли» со стороны Household International. В итоге Unocal выиграл это дело⁶³³.

И еще пример. 12 сентября 1993г. совет директоров компании Paramount Communications Inc. объявил о предполагаемом слиянии с компанией Viacom Inc. Viacom предлагала по 69,14 долл. за каждую акцию контрольного пакета, а оставшаяся часть покупной цены должна была оплачиваться акциями. 27 сентября совет директоров Paramount категорически отказался от аналогично структурированного предложения компании QVC Network Inc., предлагавшей по 80 долл. за акцию, указав, что не будет вести переговоры до тех пор, пока QVC не сможет подтвердить возможность финансирования сделки. 15 ноября совет директоров Paramount отказался принять пересмотренное предложение с ценой 90 долл. за акцию на основе того, что там было слишком много условий.

Тем временем Paramount и Viacom продолжали планировать свое слияние. Как только цена предложения Viacom выросла до 85 долл., Paramount предоставила Viacom опцион на покупку акций Paramount и пообещала выплатить неустойку в случае досрочной отмены предложения Viacom. Paramount планировала также выкупить права акционеров («ядовитая пилюля»).

QVC подала иск против Paramount и Viacom в суд Делавэра, стараясь предотвратить эти действия. Суд поддержал неустойку при досрочной отмене контракта, которую счел справедливыми заранее оцененными убытками для компенсации расходов Viacom, но поддержал QVC по двум другим пунктам. Решение суда было поддержано Верховным судом Делавэра в постановлении от 9 декабря, за которым последовало процессуальное судебное решение от 4 февраля 1994г.

В своем решении Верховный суд Делавэра, соглашаясь с судом низшей инстанции, повторно заявил, что директора при «продаже или изменении контроля» должны стараться получить «самую высокую цену, реально доступную для акционеров». Суд признал, что в делах, которые не связаны с продажей или изменением контроля, «прерогативой совета директо-

⁶³³ Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985). – <http://www.ssrn.com>

ров является противодействие предложениям третьей стороны о приобретении».

(Решение по делу *Paramount* побудило директоров Paramount сформулировать правила торгов таким образом, чтобы решения принимались акционерами к определенной дате путем обсуждения. Viacom предложил акционерам 105 долл. за акцию с определенной защитой от снижения стоимости акции. QVC предложила 107 долл. за акцию, но без такой защиты. Рынок сделал выбор в пользу Viacom)⁶³⁴.

В иных случаях, узнав о предстоящем поглощении, правление компании-цели может найти другого, но "доброго" (или "белого рыцаря"), потенциального поглотителя, который перехватывает "добычу" у враждебного поглотителя, и такое поглощение оказывается дружественным⁶³⁵.

Действия "белого рыцаря", как видно из литературы, осуществляются следующими способами:

- 1) компания-цель может согласиться выпустить новые акции и продать их непосредственно "белому рыцарю";
- 2) "белому рыцарю" можно позволить приобрести значительные активы АО.

Однако эти способы защиты, хотя и применяются широко в США, будучи вполне законными при соблюдении некоторых условий, – не поощряются в других странах. К примеру, в штате Делавэр США к правовым основам "ядовитых пилюль" можно отнести казус Моран и Хаусхолд Интернейшенел (*Moran vs. Household International Inc.*), который узаконил применение "ядовитых пилюль"⁶³⁶. Но и эти, и другие средства защиты не должны нарушать прав ни акционеров, ни поглотителя⁶³⁷. Во-первых, для применения такого способа самозащиты корпорации обяза-

⁶³⁴ *QVC Network Inc. vs. Paramount Inc., Viacom Inc., et al.*, 637 A-2d 34 (Del. 1994) aff'ing 635 2d 1245 (Del. Ch. 1993). – <http://www.ssrn.com>

⁶³⁵ См.: Jeffrey Gordon. "Just Say Never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet* // *Cardozo L. Rev.* – 1997. – №19. – P.511.

⁶³⁶ См.: Wingerson M.R., Dorn C.H. *Institutional Investors in the U.S. and the Repeal of Poison Pills: A Practitioner's Perspective* // *Institutional Investors and Corporate Governance.* – 1994. – P.211.

⁶³⁷ См.: Molin Johan. *Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: An Analysis of Poison Pills and Dilution* // *Stockholm School of Economics. The Economic Research Institute.* – 1996. – P.76.

тельно требуется разрешение акционеров. К примеру, как установил Высший суд Делавэра, "ядовитые пилюли" не должны препятствовать желанию акционеров, чтобы корпорация была поглощена⁶³⁸. Это означает, что, если, например, акционеры захотят продать свои акции по более высокой цене, предлагаемой тендерным оферентом, или вообще уже давно не желали быть акционерами плохо управляемой корпорации из-за малой доходности, то они вправе выступить за поглощение.

А при применении способа "белого рыцаря" компания-цель не должна полностью заблокировать недружественному оференту возможность поглощения, что уже ослабляет конкуренцию за приобретение компании-цели и, в конечном итоге, понижает ценность компании-цели, что также невыгодно для акционеров⁶³⁹.

Итак, разделение поглощений на дружественные и недружественные имеет правовое значение в США, чего нельзя, однако, сказать о других странах мира. К примеру, в Великобритании "Городской кодекс по поглощениям" не одобряет применения защитных тактик со стороны правления АО⁶⁴⁰, кроме предоставления акционерам некоторых советов; такое же положение существует и в Германии. И, на наш взгляд, это вполне логично, ибо недружественные поглощения осуществляются против воли менеджеров, которые, естественно, желают скорее сохранить свое рабочее место, нежели повысить благосостояние акционеров. Но если директора компании-цели довольно легко согласятся на поглощение, то это правление компании-цели скорее всего будет сменено акционерами. Именно поэтому в США, где указанные защитные тактики дозволены законом, к ним относятся все же с большой осторожностью, закрепив ряд правил фидуциарной обязанности директоров перед акционерами – действовать в их лучших интересах во время поглощений⁶⁴¹.

⁶³⁸ См.: Banerjee A., Owens J. The Impact of the Nature and Sequence of Multiple Bids in Corporate Control Contests // Journal of Corporate Finance. – December, 1996. – P.23.

⁶³⁹ См.: Carroll C., Griffith J.M., Rudolph P.M. The Performance of White Knight Management // Financial Management. – Summer, 1998. – №27(2). – P.46.

⁶⁴⁰ См.: Banerjee A., Owens J. Op. cit. – P.23.

⁶⁴¹ См.: Commons Dorman L. Tender Offer. The Sneak Attack in Corporate Takeovers. – 1985. – P.67.

Мы считаем, что в Узбекистане желательно на законодательном уровне учесть запрещение применения средств против поглощений со стороны правлений АО, поскольку судебная система страны еще недостаточно приспособлена для рассмотрения сложных корпоративных конфликтов, возникающих в результате поглощений. Решение таких конфликтов, на наш взгляд, требует большого опыта и достаточно совершенной законодательной базы в этой сфере, а также необходимых экономических знаний для правильного решения подобных вопросов. Об этом говорит и практика зарубежных стран, таких, как, скажем, Германия, Великобритания, которые тоже "не рискнули" дать волю применению защитных средств против поглощений.

Из этого следует наш вывод, что практическое разделение поглощений на дружественные и недружественные имеет значение, когда защитные тактики против поглощений одобряются законом, так как для враждебных поглощений возникает необходимость дополнительного правового регулирования, и наоборот, когда защитные тактики запрещены, соответственно теряется правовое значение разделения поглощений на дружественные и недружественные.

5.2. Правовое регулирование процедуры корпоративных поглощений: опыт зарубежных стран

В зарубежных странах в компаниях с рассредоточенным владением, как мы отмечали выше, акции поглощения происходят уже с начала XXв. Основная причина этого – ликвидность рынка ценных бумаг, а значит фактическое разделение владения и управления, и такие явления имели место вначале в США и в несколько меньшей степени – в Великобритании. В 80–начале 90-х годов XXв. многие ученые утверждали, что это отнюдь не грозит европейским и другим странам, где владение более концентрировано⁶⁴². Однако, как свидетельствуют факты, поглощения в настоящее время обретают глобальный ха-

⁶⁴² См.: Denis D.J. and Denis D.K. Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency // J. Corp. Fin. – 1994. – №1. – P.91.

ракти в Европе, России и др.⁶⁴³ Поэтому и там возникла объективная необходимость изучения этих процессов и их правового урегулирования, что очень важно и в условиях Узбекистана.

Поэтому надо разработать соответствующие "правила игры" и для таких стран, как наша республика, учитывая все еще одностороннее и неполное регулирование поглощений АО в РУз. Отсюда неизбежным становится глубокое изучение правового опыта зарубежных стран, накопленного в данной сфере корпоративных отношений. С этой целью нами было исследовано прежде всего соответствующее законодательство России, США, Великобритании и Германии. Этот наш выбор не случаен. При исследовании опыта США мы учли, что это страна с наибольшим опытом регулирования в данной сфере. Германия является относительно новичком в подобном правовом регулировании, и в то же время, с точки зрения структуры владения, степени концентрированности она близка к Узбекистану. Великобритания же находится как бы между США и Германией как с точки зрения правового опыта, так и с точки зрения концентрированности владения. Поэтому, на наш взгляд, изучение опыта указанных стран с анализом общих тенденций и специфики правового регулирования поглощений позволит выявить наиболее значимую, фундаментальную структуру норм права по регулированию корпоративных поглощений.

Прежде всего мы сочли необходимым рассмотреть регулирование процессов поглощений в США. Там они регулируются законодательством, имеющим двойной режим: федеральный уровень и уровень штатов⁶⁴⁴. На федеральном уровне правительство США, в основном Федеральная Комиссия по ценным бумагам и обмену, разрабатывает законодательные правила выпуска и распределения ценных бумаг. При этом мы учитываем, что поглощения и торговля ценными бумагами – явления взаимосвязанные, и регулируются они в данной стране актами

⁶⁴³ См.: De Jong, Henk W. *European Capitalism between Freedom and Social Justice* / William Bratton et al. (eds.). *International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives of Economic Regulation in Europe and the United States*. – Oxford: Clarendon Press, 1996. – P.185–206.

⁶⁴⁴ См.: Robert Charles Clark. *Corporate Law*. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers Inc., 1986. – P.532.

по ценным бумагам, как Акт по ценным бумагам 1933г. (Securities Act (SA)), Акт по обмену ценных бумаг 1934г. (Securities Exchange Act), Акт защиты инвесторов ценных бумаг 1970г. (Securities' Investors Protection Act) и другие, а также Акт Уильямса (The Williams Act)⁶⁴⁵. Причем, в отличие от актов по ценным бумагам, целью которых в процессе поглощений является в основном информационное обеспечение рынка ценных бумаг, Акт Уильямса специально направлен на регулирование совершения тендерных предложений. Помимо обеспечения рынка ценных бумаг необходимой информацией, Акт Уильямса направлен также на предоставление акционерам определенного времени "для размышления", перед тем как дать какой-либо ответ на сделанное тендерное предложение⁶⁴⁶. Считаем нужным отметить, что Акт не определяет значение понятия "тендерное предложение", чего не сделала и Комиссия, указывая, что в результате дальнейшего экономического развития сущность этого понятия может измениться, и данное ныне точное определение его может в дальнейшем препятствовать эффективному правовому регулированию⁶⁴⁷.

Как сказано в Акте, на приобретателей более чем 5% акций налагается обязанность раскрытия в течение года после приобретения следующей информации: каков источник средств на приобретение; цели приобретения; количество акций, которыми уже владеет приобретатель⁶⁴⁸. Далее, исходя из принципа равенства прав акционеров, т.е. для обеспечения других акционеров достаточным временем для принятия соответствующих решений, установлены три основных принципа совершения тендерных предложений. Во-первых, если приобретателю предлагается больше акций, чем он хотел бы приобрести, он должен приобрести все акции, распределяя при этом тендерную премию⁶⁴⁹ поровну между всеми предложившими свои акции. Во-вторых, тендерный оферент (приобретатель) должен

⁶⁴⁵ Idem. – P.546.

⁶⁴⁶ Idem. – P.549.

⁶⁴⁷ См.: Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. – 1995. – P.348.

⁶⁴⁸ См.: French H.L. International Law of Takeovers and Mergers. – 1986. – P.68f.

⁶⁴⁹ Это разница между рыночной стоимостью акций и тендерной ценой, которую предлагал приобретатель.

приобрести предложенные ему акции по высшей цене, которая когда-либо предлагалась за акции приобретаемой компании⁶⁵⁰. В-третьих, любой акционер, пожелавший выкупить у него акции, имеет право отказаться от приобретения акций в период тендерного предложения⁶⁵¹. Здесь надо сказать, что Акт Уильямса определяет лишь самые фундаментальные нормативные стандарты поглощений, предоставляя более подробное их регулирование штатам. Практика показывает нам, что правила Акта Уильямса делают процесс поглощений в США очень сложным, значительно затрудняя его реализацию⁶⁵². Акт явно нацелен на сдерживание процессов поглощений.

Как уже сказано, поглощения в США регулируются и на уровне штатов, законодательства которых регламентируют наиболее специфичные аспекты совершения корпоративных поглощений. Примерно 35 штатов имеют собственные правила о тендерных предложениях, и по своему содержанию эти правила в разных штатах явно отличаются. Но зачастую одной из основных целей этих правил является стремление защитить местную промышленность от тендерных предложений извне, т.е. из других штатов. Общей чертой этого законодательства мы считаем требование о том, что слияния компаний должны осуществляться по нормам корпоративного законодательства того штата, в котором находится корпорация-цель. Правовые нормы штатов определяют также фидуциарные обязанности директоров в процессе слияния компаний или при сопротивлении компании-цели недружественным поглощениям⁶⁵³.

Многие штаты, как мы выяснили из литературы, вообще разработали законы против поглощений, чтобы затруднить недружественные поглощения, и все штаты приняли так называемые "законы синего неба" ("blue sky laws"), которые регулируют выпуск и распределение ценных бумаг, а также поглощений

⁶⁵⁰ Поэтому этот принцип получил название "правило лучшей цены" (best price rule).

⁶⁵¹ Данное правило получило название "право выхода" (withdrawal rights).

⁶⁵² См.: Lucian Arye Bebchuk. Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law // *Harv. L. Rev.* – 1992. – №105. – P.1435, 1442–1451.

⁶⁵³ См.: Roberta Romano. Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes // *Fordham L. Rev.* – 1993. – №61. – P.843, 856–859.

в этих штатах⁶⁵⁴. В настоящее время эти акты включают правила, нацеленные на предотвращение злоумышленных действий в процессе недружественных поглощений⁶⁵⁵. Среди различных типов правил штатов по регулированию поглощений мы можем выделить наиболее общие, как:

1. Правила приобретения контрольного пакета акций, которые отрицают права голоса приобретателя, если приобретается больше чем указанный процент акции компании-цели, или же разрешение неаффилированных акционеров компании-цели не получено на специальном собрании (27 штатов имеют правила этого типа)⁶⁵⁶.

2. Правила "деловой комбинации", или моратория, которые запрещают субъекту, приобретающему больше, чем указанный процент акций компании-цели, участвовать в последующем поглощении (т.е. в приобретении определенного пакета акций) компании-цели в течение установленного периода (33 штата имеют правила этого типа)⁶⁵⁷.

3. Правила "представителей", которые позволяют, а иногда и требуют от совета директоров, решать, когда вступать или не вступать в сделки по поглощению компании, учитывая интересы акционеров, а также других участников деятельности корпорации.

4. Правила, определяющие условия применения защитных действий (так называемых "ядовитых пилюль" и др.), которые могут быть задействованы против поглотителей со стороны совета директоров, если поглощения признаны нежелательными (26 штатов имеют законы такого типа)⁶⁵⁸.

⁶⁵⁴ Первоначально цель этих законов состояла в защите фермеров в Канзасе от приобретения ценных бумаг со стороны нечестных бизнесменов, предложения которых фактически не имели реального обеспечения, что, собственно, и означает сам термин "синее небо", т.е. "пустышку". См.: Henn H.G., Alexander J.R. *Laws of Corporations*. – 1983. – P.844.

⁶⁵⁵ *Idem*.

⁶⁵⁶ См.: Roberta Romano. *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion* // *U. Cin. L. Rev.* – 1988. – №57. – P.457.

⁶⁵⁷ См.: Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman. *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is there Substance to Proportionality Review?* // *Bus. Law.* – 1989. – №44. – P.247, 256–260.

⁶⁵⁸ *Idem*.

Дружественными в США признаются сделки, совершаемые с одобрения правления компании-цели, а к числу враждебных относятся адресуемые непосредственно акционерам данной компании предложения продать их акции⁶⁵⁹. Успех враждебного предложения непосредственно связан со значением предлагаемой премии, а также устойчивостью защиты от поглощений компании-цели, ее способностью привлечь альтернативных покупателей и др.⁶⁶⁰ При этом отметим, что в разных штатах установлен различный временной распорядок осуществления поглощений. Однако здесь можно все же привести средний временной распорядок их осуществления:

| | |
|--|--|
| Первый день | Объявление о предложении |
| Пятый день | Официальное начало тендерного предложения, а также регистрация в органах по ценным бумагам, в Федеральной Торговой Комиссии и в антимонопольных ведомствах |
| Двадцатый день | Завершение рассмотрения поглощения в антимонопольных органах |
| Тридцатый день (через 20 рабочих дней после официального начала) | В полночь процесс тендерного предложения завершается, если его не продлили. |
| Завершение тендерного предложения | Пресс-релиз, делистинг акций компании-цели на всех фондовых биржах и регистрация акции по Акту 1934 г. |

Обычно тендерное предложение начинается с объявления в средствах массовой информации и регистрации тендерных документов в Комиссии по ценным бумагам США. Но подобное раскрытие информации до определенного этапа поглощений по желанию оферента может храниться в тайне в целях достиже-

⁶⁵⁹ См.: Lucian Ayre Bebchuk. The Sole Owner Standard for Takeover Policy // J. Legal Stud. – 1988. – №17. – P.197.

⁶⁶⁰ См.: Martin Lipton. Corporate Governance in the Age of Financial Corporatism // U. Pa. L. Rev. – 1987. – №136(1). – P.28–35.

ния преследуемой выгоды от поглощений⁶⁶¹. А в целом враждебное поглощение считается процессом публичным, так как во избежание переговоров с менеджментом данной компании тендерное предложение делается широкому кругу акционеров⁶⁶².

Тендерное предложение должно оставаться открытым в течение по крайней мере двадцати рабочих дней с даты начала его распространения держателям акций (Акт 1934г.). Предложение должно быть продлено на следующие десять рабочих дней от даты объявления, если процент типа разыскиваемых ценных бумаг увеличится или уменьшится, либо значение количества ценных бумаг оферты увеличено или уменьшено. Иные материальные изменения в предложении могут привести к продлению тендерного предложения на следующие пять рабочих дней, например в случае изменения условий тендерного предложения или в связи с изменением условий финансирования предложения⁶⁶³.

Компания-цель, в свою очередь, имеет десять рабочих дней с даты поступления оферты для того, чтобы передать акционерам документ, указывающий – рекомендует руководство АО акционерам принять или отклонить тендерное предложение⁶⁶⁴. При этом есть временные различия между враждебными и дружественными сделками, которые имеют и юридическое, и практическое значение. Сделки, одобренные правлением АО, вообще освобождаются от применения государственных правил поглощений, которые иначе могли бы вызвать существенные задержки. Кроме юридических соображений, принятие компанией-целью "ядовитых пилюль" также может помешать осуществлению враждебного тендерного предложения. В таком случае претенденту придется или переубедить компанию-цель, или начать борьбу против правления АО, уговаривая доверенных лиц акционеров сменить структуру правления АО, дабы назначить таких

⁶⁶¹ См.: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. State Takeover Statutes: A Fifty State Survey. – 1989. – P.69.

⁶⁶² Ведь в США обычно акционеры не владеют крупными пакетами акций, составляя портфели из более мелких пакетов. Поэтому для составления крупного пакета приходится иметь дело с несколькими акционерами.

⁶⁶³ См.: French H.L. Op. cit. – P.77f.

⁶⁶⁴ См.: Securities Act 1933. Rule 14(d)–15(a).

управляющих, которые выразят согласие на поглощение. Однако время, необходимое для совершения этих действий, может значительно превысить период тендерного предложения, предписанный федеральными законами по ценным бумагам, и период ожидания, установленный Антимонопольным Актом Hart-Scott-Rodino 1976г. Таким образом, правление компании-цели имеет достаточно времени для рассмотрения всевозможных альтернатив перед совершением каких-либо дальнейших действий, согласно своим фидуциарным обязанностям, чтобы принять меры против нежелательных поглощений⁶⁶⁵.

Одним из предварительных шагов, которые может совершить претендент, является отбор начальной доли в компании-цели в надежде на то, что, приобретая некоторую часть акций, он сможет улучшить свои шансы на поглощение. Но, хотя создание доли разрешается и часто желательно, это может вызвать множество проблем для офферента как по нормам федерального законодательства, так и законодательства штатов.

В первую очередь, отметим, что лицо или группа лиц, приобретающих более 5% любого типа акций компании-цели, должны раскрыть информацию о подобном приобретении в течение 10 дней. Дополнительные закупки 1% акций или более потребуют дополнительного раскрытия информации. Объем ее зависит от того, является ли претендент пассивным инвестором или же намеревается получить контроль над компанией-целью⁶⁶⁶.

Во-вторых, обретение доли в компании-цели приводит к возникновению следующих дополнительных трудностей для офферента:

1. Поглощения, в результате которых офферент завладевает 15% или больше акций, либо количеством акций, номинальная стоимость которых составляет активы компании-цели более чем на 15 млн. долл., не могут быть завершены до тех пор, пока Федеральная Торговая Комиссия (FTC) и Антимонопольное отделение американского Министерства юстиции не будут уведомлены и обеспечены некоторой информацией относительно предложенной сделки, а также, если указанный период ожида-

⁶⁶⁵ См.: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. Op. cit. – P.86.

⁶⁶⁶ См.: Securities Exchange Act 1934. Section 13(d).

ния истек⁶⁶⁷.

2. Правила по объединению коммерческих организаций и по поглощениям, связанным с приобретением контрольных пакетов акций, начинают действовать, когда претендент на контроль пересекает указанные пороги значения собственности.

3. Учредительные документы общества также могут содержать правила, касающиеся поглощений, которые могут ограничить объем приобретаемой части акций.

4. Претендент, пересекающий указанный порог собственности, может вызвать к действию "ядовитые пилюли" компании-цели, которые в состоянии сорвать планы претендента.

5. Если компания-цель учреждена в штате с правилами приобретения контрольных долей акций сверх указанных уровней владения (типично 20%, 33,33% и большинство акций), то приобретение контрольного пакета акций станет возможным лишь с одобрения другими акционерами.

В целом на федеральном уровне официальных запретов на поглощения (враждебные или дружественные) нет, но некоторые штаты имеют правила, нацеленные против поглощений, а учредительные документы компаний-целей могут содержать условия "справедливой цены" и др. Например, два штата: Мэн и Пенсильвания – имеют правила, нацеленные в сущности против поглощений, поскольку требуют, чтобы держатель существенной доли акций предложил купить все остающиеся акции по установленной законом определенной "справедливой цене"⁶⁶⁸. Такое требование окажется для многих офферентов явно неприемлемым, просто невыгодным.

Обычно претендент, приобретающий большинство акций, дающих право голоса в компании-цели, имеет право избрать всех членов ее правления. Но если компания-цель имеет диверсифицированное правление (в котором только треть директоров избирается на каждом годовом собрании акционеров), то претенденту придется ждать, пока сроки всех работающих директоров не истекут, если, конечно, директора не уйдут в от-

⁶⁶⁷ См.: Hart-Scott-Rodino. Antitrust Improvements Act (1976).

⁶⁶⁸ См.: 13A Me. Rev. Stat. Ann. §910; Pa. Cons. Stat. §§2541–48.

ставку добровольно⁶⁶⁹.

Правление компании-цели обычно имеет право принять меры защиты от враждебного поглощения, в зависимости от норм законодательства разных штатов. Например, в Делавэре защитные действия должны удовлетворять стандарту "повышенного наблюдения"⁶⁷⁰. Это означает, что правление компании-цели должно доказать, что оно имело "разумные основания для того, чтобы полагать, что опасность для корпоративной политики и эффективности реально существовала" в сути предложения тендерного офферента, и предпринятое защитное действие было "разумно относительно изложенной угрозы"⁶⁷¹.

В ряде штатов фидуциарные обязанности директоров в борьбе против поглощения могут быть менее обязывающими⁶⁷². Отдельные штаты явно отклоняют любую форму повышенного судебного преследования защитной тактики. Некоторые штаты разрешают правлению компании-цели учитывать интересы участников деятельности корпорации: служащих, кредиторов, поставщиков и других участников – не акционеров при рассмотрении тендерного предложения⁶⁷³.

Но в целом, несмотря на различия правил в разных штатах, в американском корпоративном праве существует всеобъемлющее правило, которое регулирует поведение директоров в ситуациях поглощений, – "правило делового рассуждения" ("business judgement rule").

Это правило, происходящее от Пересмотренного Модельного акта о предпринимательских корпорациях, указывает, что директора должны действовать в "честных намерениях, в манере, которой они разумно полагают, что это – лучшие интересы их корпорации и заботы об обычных благоразумных людях в подобном положении и при подобных обстоятельствах" ("good faith, in a manner that they reasonably believe that is the best

⁶⁶⁹ См.: Stephen Bainbridge. Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests // Wis. L. Rev. – 1992. – №3. – P.1071, 1073.

⁶⁷⁰ См.: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. Op. cit. – P.116.

⁶⁷¹ См.: Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d.946 (Dec.1985).

⁶⁷² See for example: Ohio Rev. Code Ann. §1701.59.

⁶⁷³ См.: Ehud Kamar. A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law // Colum. L. Rev. – 1998. – №98. – P.1908.

interests of their corporation and the care of ordinary prudent persons in a like position and under similar circumstances")⁶⁷⁴. Правило, далее, основывается на трех основных критериях, которые были развиты со временем:

1. Директора должны действовать законно, честно и таким способом, чтобы избежать ситуаций конфликта интересов.

2. Директор должен действовать в рациональных целях, в целях содействия интересам корпорации, т.е. его действия в интересах акционеров корпорации не должны быть "удалены из области объяснимости", т.е. необъяснимы⁶⁷⁵.

3. Директора должны действовать будучи информированными, и с той же обычной заботой, с которой благоразумный человек действует, управляя своими собственными делами⁶⁷⁶.

Правило "делового рассуждения", таким образом, защищает директоров от личной ответственности и судебного преследования, когда они действуют в соответствии с тремя указанными критериями, и поощряет их служить корпоративной цели для максимизации благосостояния акционеров⁶⁷⁷. Это правило развило далее систему оценки тактики защиты от поглощений, указывая, что директора вправе применять тактику защиты на основе правила "делового рассуждения", если они могут доказать, что:

– тендерное предложение фактически представляло угрозу для компании и благосостояние акционеров;

– принятые меры защиты были и разумны, и пропорциональны объективной значимости существующей угрозы⁶⁷⁸.

Регулирование поглощений в Великобритании. В Великобритании вопросы слияния компаний и приобретения контроля регулируются, прежде всего, Городским кодексом по поглощениям и слияниям компаний (далее – Городской кодекс) и Актом

⁶⁷⁴ См.: Revised Model Business Corporation Act. S.8.30(a). – American Law Institute. Principles of Corporate Governance. – S.4.01.

⁶⁷⁵ См.: Litwin vs. Allen. 25 NYS 2d 667. Supreme Court (1940).

⁶⁷⁶ См.: Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188A. 2d. 125, Del. (1963).

⁶⁷⁷ См.: Mark J. Loewenstein. Delaware as Demon: Twenty-Five Years after Professor Cary's Polemic // U. Colo. L. Rev. – 2000. – №71. – P.497, 502–508.

⁶⁷⁸ См.: French H.L. Op. cit. – P.124f.

Компаний 1985г.⁶⁷⁹ Городской кодекс – это не законодательно закрепленный набор правил, разработанный группой специалистов по поглощениям и слияниям компаний. Он непрерывно пересматривался и, таким образом, отражает богатый практический опыт регулирования процессов поглощений. Поглощения компаний регулируются также соответствующими стандартами Правил фондовой биржи для допуска ценных бумаг к регистрации в списке (Stock Exchange Rules for the Admission of Securities to Listing), который обычно называется "желтая книга" (the "Yellow Book")⁶⁸⁰, а также Актом Финансовых услуг 1986г. (Financial Services Act), Правилами по регулированию значительных приобретений акций (Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares) (SARs)⁶⁸¹, Актом честной торговли (Fair Trading Act) 1973г. (который относится к Комиссии по монополиям и слиянию фирм), Актом уголовного правосудия 1993г. (Criminal Justice Act) и Правилами контроля слияний компаний Акта Европейского Совета 4064/89 от 1997 и 1998 г.⁶⁸²

Городской кодекс применяется к тендерным предложениям и публичным компаниям, которые являются резидентами Великобритании, Нормандских островов и острова Мэн, независимо от того, где их акции внесены в список фондовых бирж, и даже если они не внесены в подобный список, независимо от того, где их акции были первично проданы публично. Публичная компания, согласно Городскому кодексу, является учрежденным юридическим лицом, которое может законно предложить свои акции для продажи публике и имеет право на внесение в список ценных бумаг на Лондонской Фондовой бирже⁶⁸³. Городской кодекс относится также к слияниям компаний и к законным мерам изменения контроля британских публичных компаний.

Городской кодекс состоит из 10 общих принципов и 38 спе-

⁶⁷⁹ См.: Farrar J.H. and Hannigan B.M. *Farrar's Company Law*. – London: Butterworths, 1998. – P.98.

⁶⁸⁰ См.: *Palmer's Company Law*. – London: Sweet & Maxwell, 1994. – P.D0020.

⁶⁸¹ *Idem*.

⁶⁸² См.: Begg P.F.C. *Corporate Acquisitions and Mergers*. – 1991. – P.2.1ff.

⁶⁸³ См.: Lorenz Andrew and David Smith. *British Firms will Opt for Works Councils*, says CBI // *The Sunday Times*. – 6 November 1994.

циальных правил с комментариями⁶⁸⁴. Весь Кодекс преднамеренно выражен на нетехническом языке. Городской кодекс не имеет никакой формальной императивной силы закона, но все же отражает идеи о способах осуществления поглощений. Хотя в Кодексе указывается, что он не имеет силы закона, нарушение может иметь весьма серьезные последствия. Они включают ограничения в средствах обслуживания лондонских рынков ценных бумаг, или, например, остановку со стороны инвестиционных банков и других институтов помощи тендерному oferенту в случае нарушения этих правил. Таким образом, Кодекс являет собой совокупность своеобразных обычных норм, невыполнение которых, вызывая недоверие к нарушителю, усложняет его экономическое положение. К тому же суды признали, что Кодекс устанавливает "объективные стандарты справедливости к меньшинству акционеров ... , которые суды должны принять во внимание при осуществлении их собственного усмотрения". Было сделано также заключение, что на уголовных процессах Кодекс должен быть воспринят в той же мере, что и законодательство, как часть права, а потому эти правила при принятии решений должен учитывать сам судья, а не присяжные.

Существует два фундаментальных принципа Городского кодекса. Во-первых, он закрепляет равное отношение ко всем акционерам, независимо от их количества, и необходимость обеспечения им адекватной информации и достаточного времени, чтобы оценить сделанное им тендерное предложение, а, во-вторых, сохранение справедливого рынка акций компаний, вовлеченных в поглощения. В результате модель регулирования этого процесса базируется на установлении правила так называемого "принудительного предложения".

Городской кодекс включает в себя ряд положений по регулированию значительных приобретений акций. Они разработаны в целях ограничения так называемых "набегов на рассвете" ("dawn raids"), впервые возникших в казусе S.G. Warburg and Co в 70-х годах XXв. Эти нормы направлены на ограничение времени приобретения акций с правом голоса в пределах между

⁶⁸⁴ См.: Farrar J.H. and B.M. Hannigan. Op. cit. – P.102.

15% и 30% акций публичной компании, до того, как оферта будет открыто объявлена⁶⁸⁵. Ограничения применяются к приобретениям, которые ведут к владению акций в указанных рамках, ограничивая подобные приобретения до 10% в течение любого семидневного периода, даже если приобретение осуществляется со стороны не одного акционера, или оферта сделана с согласия правления АО, т.е. и в отношении дружественных поглощений⁶⁸⁶. SARs применяются до тех пор, пока претендент на поглощение публично не объявит о его намерениях сделать предложение⁶⁸⁷. Другое правило Городского кодекса применяется после того, как претендент объявит о своем намерении, а также в течение ранних стадий осуществления тендерного предложения⁶⁸⁸. Это предотвращает приобретение акций или прав на акции претендентом, приобретающим более 30% прав голоса. Таким образом, принудительное предложение означает, что человек, который начал процесс тендерного предложения в отношении акций корпорации-цели, обязан сделать предложение относительно всей остальной части акций компании-цели:

1) если общая сумма акций, которые он уже приобрел, обеспечивает более 30% прав голоса компании; или

2) в случае, если он предварительно имел общую сумму акций с правами голоса в количестве между 30 и 50% и если это количество увеличивается более чем на 1% в пределах 12-месячного периода.

Удовлетворение любого из этих двух условий вызывает к действию ряд правил относительно регулирования принудительного предложения, налагая серьезные ограничения на его сроки.

Как уже сказано выше, в дополнение к Городскому кодексу и SARs, в Великобритании действуют иные правила, законы и инструкции, которые применяются к публичным поглощениям.

⁶⁸⁵ См.: Thelen Kathleen. Timing and Temporality in the Analysis of Institutional Evolution and Change // Studies in American Development. – 2000. – №14 (Spring). – P.102–109.

⁶⁸⁶ Idem.

⁶⁸⁷ См.: Gower L.C.B. The Principles of Modern Company Law. – London: Stevens, 1954. – P. 367.

⁶⁸⁸ См.: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Op. cit. – P.203.

Так, Акт уголовного правосудия 1993г. определяет преступность инсайдерских сделок и влияет на способность претендента купить доли акций в компании-цели до публичного объявления предложения. Билл финансовых услуг и рынков, который заменил Акт финансовых услуг в июле 2000г., оценивает как преступные, вводящие в заблуждение утверждения, связанные с поглощениями, а также манипуляции ценными бумагами на фондовой бирже⁶⁸⁹. Этот Акт требует такие одобрения со стороны уполномоченного финансового консультанта некоторых типов инвестиционных реклам, выпущенных в течение тендерного предложения.

Акт компаний 1985г. служит главным законодательством, регулирующим формирование и регистрацию компаний⁶⁹⁰. Он содержит нормы, касающиеся, например, обязательного приобретения акций меньшинства акционеров (как только претендент приобретает 90% и выше акций); правила, требующие изучения со стороны акционеров "золотых парашютов" для правления компании-цели. Для регулирования поглощений используются также листинговые правила Лондонской Фондовой биржи (LSE), которые применяются, если акции претендента внесены в список LSE. Эти правила требуют, например, одобрения акционеров компании-цели на приобретение ее акций, если размер приобретения превышает определенный размер. Кроме этих законодательных актов, существуют и важные условия контроля поглощений компаний, которые могут предусматривать обязательное одобрение антимонопольных властей ЕС или Великобритании и др.

Городской кодекс требует, чтобы о предложении было уведомлено прежде всего правление компании-цели или его консультанты (Правило 1). При враждебном поглощении это требование часто выполняется через простой телефонный звонок, чтобы сообщить руководителю компании-цели (или его инвестиционному банку-консультанту), что объявление относительно предложения будет сделано публичным. Копию объявления следует послать Лондонской Фондовой бирже и Группе

⁶⁸⁹ См.: *Palmer's Company Law*. Op. cit. – P.121.

⁶⁹⁰ См.: *Gower L.C.B.* Op. cit. – P. 386.

экспертов по поглощениям. В отличие от некоторых других юрисдикций ЕС, нет никакой необходимости в предварительном уведомлении любого другого органа или одобрения условий совершения тендерного предложения любым другим государственным органом⁶⁹¹.

Обязательство сделать объявление, хотя и не обязательно формально полное объявление относительно всех деталей предложения, возникает в следующих обстоятельствах:

– когда об устойчивом намерении сделать предложение было сообщено правлению компании-цели из серьезного источника, независимо от субъективного отношения правления к тендерному предложению;

– когда возникло обязательство принудительного предложения выкупа акций у других акционеров;

– когда после подхода к компании-цели со стороны компании-поглотителя с намерением поглощения цель становится жертвой отрицательных последствий слухов и спекуляций или когда подобный подход отражается на цене акций компании-цели;

– когда перед любым подходом к компании-цели она становится предметом слухов и спекуляций и есть веские основания считать, что это является результатом действий потенциального тендерного претендента (например, если претендент позволил информации о предложении стать публично известной до решения финансовых вопросов предложения);

– когда переговоры или обсуждения по поводу поглощений вовлекут более чем ограниченный круг лиц.

Претендент может только объявить об устойчивом намерении сделать предложение, когда это имеет "весьма обоснованную причину полагать, что он далее продолжит осуществление тендерного предложения". В этой стадии он (поглотитель) формально дает объявление относительно своего намерения сделать предложение (Правило 2.5), которое должно содержать:

– условия предложения и личность тендерного оферента. Если же в этих целях создана новая компания, – детали о

⁶⁹¹ См.: *Palmer's Company Law*. Op. cit. – P.121.

структуре ее владения долей уставного капитала также требуется огласить;

– информацию о доле акций, которой уже владеет претендент в компании-цели или которую он договорился приобрести. Он (поглотитель) должен также раскрыть информацию о любых его производных правах (опционы), связанных с акциями компании-цели.

Объявление о твердом намерении сделать тендерное предложение существенно изменяет правовое положение претендента. К этому прибавляется его обязанность продолжить тендерное предложение в течение дальнейших 28 дней, независимо от проблем, которые могут возникнуть в этот период. Поэтому тендерное предложение не должно быть объявлено, если претендент не имеет надлежащих ресурсов, чтобы позволить себе удовлетворить на все 100% принятие со стороны акционеров его тендерного предложения о продаже акций компании-цели⁶⁹².

В отличие от норм, принятых в США, Городской кодекс предусматривает строгое расписание для всех действий по корпоративным поглощениям, чтобы не дать правлению компании-цели оказаться в замешательстве, а также ограничить возможную неуверенность на фондовом рынке относительно судьбы компании-цели (что может привести к падению курса ее акций и т.п.)⁶⁹³.

Первое ключевое событие, согласно расписанию, происходит, когда претендент на поглощение делает объявление по Правилу 2.5 (см. выше). После этого он имеет в распоряжении 28 дней, чтобы отправить по почте документ, содержащий предложение, акционерам компании-цели (Правило 30.1), хотя он обычно попытается сделать это быстрее. Городской кодекс дает перечень информации, которая должна содержаться в документе предложения. Она включает обширную информацию относительно претендента и компании-цели, об условиях и даже сроках предложения, о процедуре принятия и информации

⁶⁹² См.: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Op. cit. – P. 207.

⁶⁹³ См.: Cheffins Brian R. Minority Shareholders and Corporate Governance // Company Lawyer. – 2000. – №21. – P.41.

относительно пакета акций и деловых отношений между претендентом, компанией-целью и связанными сторонами и партнерами. Предложение должно быть первоначально открыто для принятия в течение по крайней мере 21 дня после того, как документ предложения был отправлен по почте (Правило 31.1).

Правление компании-цели должно дать акционерам совет, исходя из его взглядов относительно предложения, как только будет возможно после того, как документ предложения отправлен по почте, обычно в течение 14 дней. При враждебном предложении этот совет будет зачастую включать информацию о первых способах защиты компании-цели от поглощения.

По Городскому кодексу предложение является тендерным только при условии, что претендент намеревается приобрести акции компании, дающие более чем 30% прав голоса в компании-цели⁶⁹⁴. Претендент имеет срок до 60 дней от даты послания его документа с предложением для удовлетворения условий его принятия, если срок не продлен в связи с различными обоснованными задержками⁶⁹⁵.

Однако на практике в Великобритании тендерное предложение зачастую делается более чем на 90% акций компании, хотя при этом offerent сохраняет за собой право снизить это значение до 50%. Установление подобной точки (90%) принятия предложения объясняется срабатыванием правила о возможности offerenta принудительно приобрести акции у акционеров, не принявших тендерное предложение о продаже их акций. Как указывается в Кодексе, если за 4 месяца значение приобретенных им акций достигнет 90%, он может послать уведомления не принявшим его предложение акционерам о приобретении их акций.

Как указывалось выше, если претендент приобретает акции, дающие более чем 30% прав голоса в компании-цели, он должен будет сделать предложение, подкрепленное наличными деньгами, относительно остальной части акций компании-цели (Правило 9.1). Это обязательство возникнет также, если реальное владение претендента или любой группы, действующей

⁶⁹⁴ См.: Gower L.C.B. Op. cit. – P. 389.

⁶⁹⁵ Idem.

совместно с ним, составляет от 30% до 50% прав голоса, и при этом любой из них приобретет в дальнейшем остальные акции компании-цели. Такое принудительное предложение должно быть сделано с наличными деньгами или включать полную наличную альтернативу. Предлагаемая цена должна быть эквивалентна самой высокой цене, заплаченной за любые акции данной компании за предыдущие 12 месяцев. Но обязательность этого правила имеет силу, если держатели 50% акций приняли это предложение. После удовлетворения условий принятия (между 50% и 100% акций) претендент имеет далее 21 день, чтобы удовлетворить другие условия по совершению тендерного предложения, как, например, антимонопольные условия⁶⁹⁶.

Торговля акциями до и в течение сделанного предложения также влияет на условия тендерного предложения. Предлагаемая тендерная цена не может быть ниже, чем цена, заплаченная за любые акции данной компании за три месяца до начала периода предложения (Правило 6.1). Группа акционеров может также потребовать, чтобы предлагаемая цена была не ниже, чем цена, заплаченная за любые акции, купленные до этого времени, если она считает это необходимым для гарантированности всем акционерам компании-цели обеспечения их равного положения. Если претендент или любая сторона процесса поглощений покупают акции выше запрашиваемой цены в период предложения, то они обязаны увеличить цену предложения всем другим акционерам (Правило 6.2).

Те же самые правила применяются и в отношении дружественных предложений, хотя большинство их рассчитаны на применение к враждебным предложениям. Если предложение принимается правлением (дружественные поглощения), то документ предложения станет объединенным документом и будет включать мнение правления компании-цели относительно предложения. Если же это враждебное поглощение, то мнение правления будет содержаться в отдельном документе защиты, который выпускается в течение 14 дней после поступления до-

⁶⁹⁶ См.: Hopt K., Wymeersch E. *European Takeovers – Law and Practice.* – 1992. – P.83.

кумента тендерного предложения. Установлена также дата, вне которой правление компании-цели не может выпустить новую информацию в целях защиты от поглощений (спустя 39 дней после той даты, когда документ тендерного предложения был отправлен компании-цели), что можно назвать концом агитационного периода.

Вместе с тем способность правления компании-цели защищаться от враждебное предложения ограничена по корпоративному праву и согласно Городскому кодексу. Например, в отличие от американского права, требующего, чтобы директора использовали все свои полномочия для надлежащей, полезной для акционеров цели, как, например, принятие "ядовитых пилюль", британское право ограничивает свободу правления АО в этом отношении⁶⁹⁷. Но тем не менее допускаются некоторые шаги, которые компания-цель может предпринять, чтобы подготовиться к возможности неприятного исхода. Они включают назначение комитета по защите, сбор банка легко доступной ключевой документации, которая может помочь защите, для ознакомления с ней акционеров. Самая важная стратегия защиты, однако, состоит в поддержании правильного контакта с основными институциональными акционерами и проведении тщательного контакта с аналитиками и финансовой прессой, но в пределах процедурных ограничений, наложенных LSE и Городским кодексом по распространению ценовой "чувствительной" информации⁶⁹⁸.

Часто говорится, что эти правила препятствуют британским компаниям участвовать в структурных видах защитных тактик, которые являются обычными в США. Однако в реальности все эти ограничения роли правления в поглощениях могут быть смягчены с одобрения акционеров. Нерегулярность же применения защитной тактики со стороны правлений, вероятно, является результатом невысокого доверия акционеров к правлению АО в случае поглощений, так как в данной ситуации члены правления явно начали бы скорее заботиться о своем рабочем

⁶⁹⁷ См.: Weston Fred J., Chung Kwang S., Hoag Susan E. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. – 1990. – P.8.

⁶⁹⁸ См.: Farrar J.H. and Hannigan B.M. *Op. cit.* – P.394.

месте, своем реноме и т.д.

И все же основная структура средств для регулирования обязанностей правления при угрозе поглощений представляется рядом материальных или процедурных правил, которые включены в Городской кодекс.

Во-первых, общее право Великобритании налагает на директоров фидуциарную обязанность, принцип реализации надлежащих корпоративных целей (*a proper corporate purpose test*), чтобы последние действовали в интересах компании в целом, включая интересы и существующих, и будущих потенциальных акционеров. Таким образом, директора юридически должны действовать с честными намерениями, с должным усердием, в пределах целей и полномочий компании, а также в пределах их собственных полномочий, не отходя от правил учредительных документов компании. Принцип достижения надлежащих корпоративных целей близко связан с запретом "несоответствующего использования полномочий", который регулирует все действия правления, в том числе и принятие защитных средств против потенциальных враждебных поглощений⁶⁹⁹.

Во-вторых, согласно Общему Принципу 7 и правилу 21 Городского кодекса, директора компании-цели обязаны воздерживаться от любого вредного для компании поведения в случае добросовестного предложения. Городской кодекс явно запрещает выпуск новых акций, а также опционов на невыпущенные акции или ценных бумаг, конвертируемых в акции, как и любую закупку или удешевленную распродажу активов, материальных средств и подписание любых контрактов, которые не соответствуют обычной практике бизнеса. "Обязательство воздержаться от вредного для компании действия – правило критической важности", которое распространяется на действия правления в отношении возможных предложений о поглощении⁷⁰⁰. При этом явно имеется в виду и нежелательность отказа от таких предложений, которые могут отвечать интересам акционеров, поскольку будут способствовать улучшению дел в данной

⁶⁹⁹ См.: Cheffins Brian R. Op. cit. – P.41.

⁷⁰⁰ Idem.

компании, а значит – повышению ее доходов.

В-третьих, Общий Принцип 9 требует, чтобы директора компании, сообщая ее акционерам о поступившем тендерном предложении, действовали в честных намерениях, ставя интересы акционеров, а также служащих и кредиторов выше личных интересов.

И последнее. Городской кодекс включает ряд правил, которые имеют цель обеспечить полное раскрытие всех фактов относительно попыток поглощений. Все документы и рекламные объявления, выпущенные в течение периода предложения, должны удовлетворять самые высокие стандарты точности, и данная информация должна быть представлена своевременно и без искажений (Правило 19.1). Все документы и рекламные объявления, изданные в связи с тендерным предложением, должны учитывать ответственность директоров этой компании за ее судьбу (Правило 19.2). Акционеры должны получать от директоров компании-цели такие документы, которые убедительно покажут, почему они должны отклонить предложение и продолжать поддерживать существующее правление. Применяемая правлением тактика защиты должна разъясняться соответствующими аргументами и требует одобрения акционеров компании-цели.

Итак, концепция британского регулирования поглощений с запретом вредных для компании действий, требованием честности намерений и соблюдения принципов надлежащих корпоративных целей, как нам представляется, выражает общий дух британской модели регулирования, которое базируется на идее, по которой любое решение относительно защиты компаний против поглощений надо представить на обсуждение акционерам и отвечать их интересам, целям успешной для них деятельности корпорации.

Правовое регулирование поглощений в Германии. Весной 2000г. Правительство Германии учредило Комиссию экспертов, чтобы исследовать потребность закрепления юридических правил для тендерных предложений, и если необходимость подобных правил была выявлена, то сделать предложения о под-

готовке Акта поглощений⁷⁰¹. Комиссия экспертов состояла из ведущих лиц академических кругов, предпринимательского общества и профсоюзов, а также из представителей Министерства финансов Германии, судей и экономистов. В мае 2000г. Комиссия экспертов рекомендовала ускорить создание немецкого Акта поглощений и внесла предложения по содержанию этого Акта⁷⁰².

В июне 2000г. Министерство финансов Германии разработало первый проект соответствующего закона⁷⁰³. При этом оно решило, что нецелесообразно будет ждать принятия подобного акта на уровне Европейского Союза, так как число поглощений в Германии увеличивалось с каждым годом⁷⁰⁴. В результате нескольких доработок в марте 2001г. был принят "Акт, регулирующий публичные предложения для приобретения ценных бумаг и поглощения компаний" (Act Governing Public Offers for the Purchase of Securities and Company Takeovers), или просто "Акт поглощений" (Takeovers Act)⁷⁰⁵.

Этот документ различает в принципе два типа предложений: добровольные предложения о приобретении акций и производных от них ценных бумаг, тендерные предложения по поглощениям и принудительные предложения⁷⁰⁶. Последние считаются производными от тендерных предложений в результате их удачного завершения⁷⁰⁷. При этом учитываются:

– добровольное приобретение, которое охватывает все публичные предложения относительно акций и других ценных бумаг (например, производных);

⁷⁰¹ См.: Weston J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. – 3rd ed. – Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall, 2001. – P.56.

⁷⁰² См.: Schmid Frank A. and Mark Wahrenburg. Mergers and Acquisitions in Germany // Working Paper. Johann Wolfgang Goethe-University. – Frankfurt, 2002. – P.76. <http://frankschmid.com/mergers.pdf>

⁷⁰³ См.: Jeffrey N. Gordon. Economic Nationalism and Corporate Governance: German Shareholder Capitalism in the European Union // Working Paper. – 2003. – P.151.

⁷⁰⁴ См.: Beinert Dieter. Corporate Acquisitions and Mergers in Germany. 3rd ed. – The Hague: Kluwer Law International, 2000. – P.59.

⁷⁰⁵ См.: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). <http://ssrn.com>

⁷⁰⁶ Idem. – Chapters 3–5.

⁷⁰⁷ Idem. – §35.

– предложения по поглощениям, нацеленные, принимая во внимание предшествующие приобретения, на установление контроля над компанией путем приобретения по крайней мере 30% прав голоса в этой компании;

– принудительное предложение, которое должно быть сделано, согласно Акту поглощений, всем акционерам после приобретения контрольной доли, составляющей 30% и больше прав голоса компании-цели⁷⁰⁸.

Германский Акт поглощений исходит по существу из тех же принципов применения, а также совершения поглощений, что и Городской кодекс, к которым относятся:

1) обязанность одинакового отношения ко всем владельцам акций компании-цели;

2) предоставление всем владельцам акций компании-цели достаточного времени и адекватной информации, чтобы решение относительно предложения они принимали с полным знанием необходимых фактов, касающихся этого предложения;

3) обязанность правления, а также наблюдательного совета компании-цели действовать в лучших интересах компании-цели;

4) проведение оффером и компанией-целью процедуры поглощений с должной скоростью. Нельзя препятствовать компании-цели в выполнении ее предпринимательской деятельности в течение периода публичных предложений, ибо может существовать опасность, что тендерное предложение будет использоваться как средство воспрепятствования конкурентам;

5) торговля ценными бумагами компании-цели, действия офферента или связанных с ними компаний не должны привести к ухудшению деятельности рынка ценных бумаг, возникновению ложной или неполной информации, или слухов, связанных с совершением предложения⁷⁰⁹.

Большинство правил и требований германского Акта, повторяем, схожи с британским. В целом Акт регулирует публич-

⁷⁰⁸ См.: Assmann Hans-Dieter Erwerbs. Übernahme und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft // Die AktienGesellschaft. – 2002. – №AG3. – P.114–121.

⁷⁰⁹ См.: German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.

ные предложения двух вариантов: просто публичная оферта о приобретении акций, что можно назвать языком Городского кодекса приобретением ставки в компании (stake building)⁷¹⁰, и поглощение, которое определяется в Акте как установление контроля над компанией посредством приобретения более чем 30% акций/голосов в компании⁷¹¹. Здесь надо отметить, что норма в 30% установлена во многих других странах, как Ирландия, Новая Зеландия и др.⁷¹² Таким образом, если размер публичной оферты в Германии превышает 30%, то подобное приобретение считается поглощением, а в результате применяется отдельная глава Акта поглощений. В отличие от обычных предложений, Акт предусматривает для поглощений целый ряд ограничений⁷¹³.

Во-первых, акции должны быть выкуплены деньгами или акциями компании-поглотителя, т.е. в данном случае не может быть, например, предложена для покупки акций недвижимость и т.п., что потребует отдельной имущественной оценки⁷¹⁴.

Во-вторых, цена, предлагаемая oferentом, не должна быть меньше, чем средняя цена акций компании-цели за три месяца до публикации решения о предложении. В этом аспекте германский Акт менее строг, чем американское законодательство, требующее наивысшей цены, которая существовала за предыдущее до предложения время.

В-третьих, oferent не должен предлагать цену меньше той, которую он или человек, участвующий в поглощении совместно с ним, заплатил бы на организованном рынке или за его пределами (например, в частной сделке) за ценные бумаги данной компании в период трех месяцев до публикации документа предложения.

⁷¹⁰ См.: Ministerial Draft of 12 March 2001 of the Future German Securities Purchase and Takeover Act. – Clifford Chance Punder, 2001.

⁷¹¹ См.: Georgen Mark and Renneboog Luc. Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids // Working paper. – 4 February 2002. – P.16–17.

⁷¹² Во Франции это значение составляет 33,33%, т.е. ровно треть всех голосов, что по сути близко к указанным значениям.

⁷¹³ См.: Developments in German Takeovers and Squeeze-Outs // Investment Banking Briefing. – Ashurst Morris Crisp. – April 2002.

⁷¹⁴ См.: German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.

В-четвертых, оставшиеся акционеры, которые не приняли начальную оферту в пределах периода поглощения, могут все еще сделать это в течение следующих двух недель с конца периода поглощения. Но это правило не будет применено, если в результате процедуры поглощения количество приобретенных акций не достигло то уровня, чтобы считать компанию поглощенной, т.е. 30% значения.

В-пятых, правление компании не может применять любую защитную тактику против процедуры поглощений без одобрения совета директоров или общего собрания акционеров⁷¹⁵.

Отдельная глава Акта посвящена обязательной оферте в случае установления контроля над компанией, т.е. ее поглощения⁷¹⁶. Приобретатель контроля обязан незамедлительно опубликовать информацию о приобретении контроля над компанией и затем направить публичную оферту о намерении приобрести остаток акций компании-цели.

По Акту поглощений процедура публичной оферты начинается с принятия решения об оферте. До опубликования своего решения потенциальный оферент обязан проинформировать фондовые биржи, а также федеральные органы финансового надзора (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) Германии. Затем оферент обязан опубликовать сведения о своем решении в той национальной газете, в которой публикуются биржевые сводки. Он должен также официально уведомить о своем решении правление компании-цели. Затем, в течение 4 недель после публикации, оферент подготавливает документ оферты, который должен быть немедленно опубликован после того, как федеральные органы финансового надзора дали разрешение на осуществление публичной оферты. Эта публикация и является публичной офертой о покупке акций. Она должна содержать информацию об оференте, его местонахождении, цене и типе акций, на которые делается оферта, указывать начало и конец периода принятия оферты, способе финансирования, будущие предпринимательские планы оферента в от-

⁷¹⁵ См.: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. – §33.

⁷¹⁶ Idem. – Chapter 5.

ношении компании-цели, специальные вознаграждения правлению компании-цели ("парашюты"), а также их выгоды от поглощения, количество акций, владеемых оферентом или его соучастниками оферты, и др.

После публикации оферты акционеры компании-цели должны решить вопрос о принятии оферты в период от 4 до 10 недель после ее опубликования. Длительность данного срока определяется оферентом. Оферент может изменить условия оферты, но лишь до начала периода акцепта. В ином же случае будет нарушен принцип равного отношения к акционерам, ибо, разумеется, до и после изменения условий оферты акционеры продают свои акции по разным условиям. Акт также закрепляет обязанность правления и наблюдательного совета компании-цели опубликовать свои комментарии о сделанной публичной оферте, которые должны содержать сведения о типе и цене оферты, ее последствиях для компании и др. Все это, как видим, нацелено на защиту нормально действующих компаний и интересов акционеров.

5.3. Проблемы правового регулирования процессов реорганизации акционерных обществ

Как показывает практика, сделки, связанные с проведением реорганизации, в Узбекистане широкого применения пока не нашли. Но, несмотря на это, мы считаем, что рассмотрение законодательства РУз по регулированию реорганизаций АО и защите прав акционеров в этом процессе будет все же полезным, хотя бы на перспективу.

В этой связи отметим, что только в 2003г. по данным ГКИ РУз, приняли решения о разного рода реорганизациях 2261 АО Узбекистана⁷¹⁷, что свидетельствует о значимости строжайшего соблюдения норм закона, регулирующих эти процессы.

Фундаментальным актом по реорганизации акционерных обществ в РУз, как и в РФ, является Гражданский кодекс. Но

⁷¹⁷ См.: Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. – Т., 2003. – С.10.

при этом в п.1 ст.104 ГК РФ указывается, что "акционерное общество может быть реорганизовано или ликвидировано добровольно по решению общего собрания акционеров"⁷¹⁸. Далее, п.3 данной статьи указывает, что АО вправе преобразоваться в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив. В ГК РФ это – единственные специальные нормы по регулированию реорганизации АО, а в целом к этим отношениям применяются общие правила ГК РФ (ст.ст.57–61) по реорганизации юридических лиц.

В ГК РУз подобная специальная статья по реорганизации АО отсутствует, а потому по ГК РУз эти отношения регулируются общими правилами по реорганизации всех юридических лиц (ст.ст.49–52). Как указывается в ст.49 ГК, "реорганизация юридического лица (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование) может быть осуществлена по решению его учредителей (участников) либо органа юридического лица, уполномоченного на то учредительными документами". Таким образом, в случае реорганизации АО, соответствующее решение принимается участниками АО, т.е. акционерами, что закреплено в ст.65 Закона РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров". При этом, в силу ч.6 ст.66 Закона, решение по вопросу о реорганизации принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров-владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров. Поскольку в соответствии с ч.7 ст.29 Закона, правом голоса на общем собрании акционеров по вопросу о реорганизации АО обладают владельцы привилегированных акций АО, то 3/4 голосов, необходимые для принятия решения о реорганизации АО, определяются от числа всех акционеров, принимающих участие в общем собрании, а не только от акционеров-владельцев обыкновенных голосующих акций⁷¹⁹.

Из всех действующих в РУз актов реорганизация АО

⁷¹⁸ Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный)/Под руководством д.ю.н., проф. О.Н. Садикова. – М.: Юридическая фирма Контракт; ИНФРА М, 1997. – XXII. – С.213.

⁷¹⁹ См.: Звоненко Д.П. Реорганизация акционерного общества: права заинтересованных лиц. <http://www.krikunov.ru/publications/prensa.html>

наиболее подробно регулируется Законом. Закон в целом выделяет два способа реорганизации, с точки зрения изменения юридического статуса АО. Первое – это реорганизация в форме слияния, разделения, выделения и преобразования, где, грубо говоря, из прежнего АО возникает новое АО или какой-либо другой вид юридического лица, что непременно требует его государственной регистрации. Вторым вариантом – это присоединение, при котором прежнее АО остается существовать, а лишь присоединяет к себе другое юридическое лицо, но прекращение существования которого также требует регистрации в соответствующих органах.

Надо отметить, что в РФ крупные акционеры перечисляли себе ценные части имущества, приобретая права на акции того АО, к которому перешло это имущество. Мелким же акционерам доставались акции АО, имущество которого, согласно проведенной оценке, хотя и стоит, казалось бы, столько же, что приобрели крупные акционеры, но фактически это было, например, неликвидное имущество. В результате в ФЗ РФ (ст.18 п.3) была внесена норма, указывающая, что "каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества".

В Законе РУз подобная норма отсутствует, т.е. меньшинство акционеров здесь в случае реорганизации практически не защищено от последствий подобного самовольного разделения АО со стороны крупных акционеров. Поэтому мы считаем желательным внести в ст.98 (Разделение общества) подобную же норму, обеспечивающую фактически равное распределение имущества между меньшинством и большинством акционеров.

Вопросы реорганизации, согласно Закону, рассматриваются на общем собрании акционеров. При этом инициатива о реорганизации, в форме соответствующего пункта повестки дня

общего собрания, может быть выдвинута как акционерами⁷²⁰, так и правлением АО⁷²¹. Но практически хозяйственной деятельностью АО занимается его исполнительный орган, и с нюансами предпринимательской деятельности реорганизуемого АО непосредственно знакомы именно постоянные органы АО как наблюдательный совет и исполнительный орган АО. К тому же акционеры владеют лишь информацией, раскрываемой им правлением АО, куда не входит информация, которая может составлять коммерческую тайну. А в результате практически единственным инициатором реорганизации может быть правление АО. Например в США, право инициировать корпоративные реорганизации имеет совет директоров АО, а акционеры наделяются только правом одобрения или вето, что наиболее сильно отражает роль каждого участника деятельности корпорации⁷²². Однако, в силу самодостаточного характера Закона, акционеры здесь наделяются более широкими протекционными полномочиями. Значит, тут есть определенные гарантии защиты прав акционеров.

При регулировании реорганизации акционерных обществ, на наш взгляд, недостатком действующего законодательства РУз является неинтерпретированность роли исполнительного органа при реорганизации АО. Поскольку текущей хозяйственной деятельностью акционерных обществ руководит именно исполнительный орган, в отличие от наблюдательного совета, то именно исполнительный орган является наиболее осведомленным о том, какое дальнейшее направление деятельности АО окажется выгодным для АО. В РФ наблюдательный совет и был назван советом директоров, как принято называть один из двух органов (собрание акционеров и совет директоров) в англо-американском варианте внутренней управленческой структуры АО, а на самом деле, роль наблюдательного совета

⁷²⁰ Согласно ст.70 Закона, акционер (или акционеры), являющийся в совокупности владельцем не менее чем одного процента голосующих акций общества.

⁷²¹ По Закону оба органа АО имеют полномочия созывать внеочередное собрание АО и соответственно вносить предложения на повестку дня.

⁷²² См.: Nunes K., Vogel L., Linn C. and Kostrant P. French and SEC Securities Regulation: The Search for Transparency and Openness in Decision Making // Vand. J. Transnat'l L. – 1993. – №26. – P.217, 219.

(совета директоров) в РУз и в РФ скорее близка к роли независимых директоров англо-американского варианта. Не случайно во Франции (где разрешено построение АО как по германской трехслойной модели органов АО, и по американской двухслойной модели) в случае построения АО по трехслойной системе орган, стоящий между общим собранием акционеров и исполнительным органом, называется именно "наблюдательный совет", роль которого почти одинакова с наблюдательным советом в РУз, а в случае применения англо-американской двухслойной модели, второй орган, кроме общего собрания, там соответственно называется "совет директоров". В отличие от германской модели АО, совет директоров англо-американской модели имеет более широкие полномочия, вплоть до участия в текущей хозяйственной деятельности, чем и занимаются исполнительные директора совета директоров. Независимые же директора скорее выполняют роль наблюдателей за надлежащим управлением АО. Наблюдательный совет – это прежде всего представительский орган акционеров, который, впрочем, выполняет и некоторые роли, которые могло бы выполнять общее собрание акционеров, как, например, создание филиалов, представительств, одобрение сделок, а также организация деятельности АО. Но в то же время наблюдательный совет должен оставаться в стороне от текущей хозяйственной деятельности, чем, предположительно, и обеспечивается его бескорытность, в отличие от исполнительного органа.

В силу сказанного, исполнительный орган играет важную роль в реорганизации АО. Например, в США реорганизацией АО непосредственно занимаются исполнительные директора, и такая же огромная роль отводится им при ликвидации и в процедуре банкротства АО. Это мотивируется именно тем, что данные органы являются наиболее осведомленными и практичными в подобных делах, что и стало отражением правила предпринимательски-эффективного суждения (business judgment rule), реализуемого в существующей практике, на что адекватно отреагировало гибкое прецедентное законодательство США. В Узбекистане подобное правило, однако, отсутствует, и наше законодательство пока строится только, исходя

из интересов акционеров и правового обеспечения эффективной предпринимательской деятельности.

Мы считаем необходимым более тщательно изучить роль исполнительного органа при реорганизации АО и по возможности детально закрепить полномочия и обязанности этого органа при реорганизации АО, что, с нашей точки зрения, положительно отразится на защите интересов акционеров и эффективности реорганизаций.

На наш взгляд, другим сложным вопросом регулирования реорганизаций АО по законодательству РУз является роль правления, особенно при реорганизации, в которой объединяются средства двух АО. К таким видам реорганизаций относятся присоединение и слияние. Как указывается в Законе, "слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних"⁷²³, а "присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу"⁷²⁴. В результате обоих видов реорганизаций создается или остается только одно АО. Отсюда возникает вопрос, захотят ли правления реорганизуемых АО вступать в договор о слиянии или присоединении. Ведь по Закону с инициативой о реорганизации соответственно выходит именно наблюдательный совет АО. Но, например, реорганизация в форме слияния означает, что вместо прежних органов двух АО создается один наблюдательный совет, а также один исполнительный орган. И если в прежних двух АО советы директоров включали, скажем, по 15 членов, это вовсе не означает, что у вновь возникшего АО наблюдательный совет будет состоять из 30 человек – это слишком много даже для очень крупных АО. Следовательно, часть прежних членов указанных органов обоих АО окажутся под угрозой потерять работу. В такой ситуации члены правления АО вряд ли захотят остаться без работы, разве что под давлением крупных акционеров.

В случае присоединения с инициативой также выходит

⁷²³ См.: ч.1 ст.96 Закона.

⁷²⁴ См.: ч.1 ст.97 Закона.

наблюдательный совет АО. Но в результате присоединения правление присоединяемого АО, скорее всего, потеряет свою работу, так как другое АО, к которому присоединяется это АО, продолжает свое прежнее нормальное существование, а в результате возникнет идентичная конфликтная ситуация.

Аналогичная ситуация возникает и при корпоративных поглощениях, которые также могут принести акционерам прибыль, а менеджерам – потерю работы⁷²⁵. Но в отличие от реорганизаций, процесс поглощений носит с самого начала более публичный характер, а потому недобросовестность правления в данном случае окажется более заметной.

Важным средством защиты прав акционеров при реорганизации АО стало правило выкупа со стороны АО собственных акций. Согласно ст.44 Закона, "акционеры – владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случаях: реорганизации общества или совершения крупной сделки, решение о совершении которой принимается общим собранием акционеров, если они голосовали против принятия решения о его реорганизации или совершении указанной сделки либо не принимали участие в голосовании по этим вопросам по уважительным причинам". Требования акционеров о выкупе принадлежащих им акций должны быть предъявлены обществу не позднее 45 дней с даты принятия соответствующего решения общим собранием акционеров. По истечении указанных 45 дней, общество обязано выкупить акции у акционеров, предъявивших требования о выкупе, в течение 30 дней. Таким образом, вся процедура выкупа акций у акционеров, заявивших соответствующее требование, не может превышать 75 дней с даты принятия общим собранием акционеров решения о реорганизации.

Много проблем, как уже указывалось, возникает в результате нечестного перераспределения долей реорганизуемых АО, особенно в процессе разделении АО. В данном случае важным вопросом является предварительная договоренность о распределении имущества на общем собрании акционеров, что

⁷²⁵ См. подробнее параграф 1 главы 5 данной работы.

дало бы акционерам возможность принять продуманное решение о дальнейшей реорганизации. Все сказанное говорит о том, что в процессе реорганизации акционерных обществ причиной возникновения указанных конфликтных ситуаций является неэффективное раскрытие соответствующей информации.

На наш взгляд, желательно ввести и право вето акционеров на реорганизацию АО даже после того, как реорганизация началась, ибо, как указывалось, акционеры, особенно меньшинство, являются лицами, наименее проинформированными о деятельности АО, а в ходе процедуры реорганизации они могут обнаружить, что этот процесс является потенциально вредным для их интересов. Представляется, что до определенной стадии процедуры реорганизации желательно было бы сделать применимым эти два способа защиты меньшинства акционеров. Но подобное право вето не должно чрезмерно повысить затраты проведения реорганизации, уже в ущерб всем остальным акционерам.

На наш взгляд, можно было бы установить право вето и после подписания передаточного акта, но до государственной регистрации изменений в реорганизуемых АО. Но после подписания подобного акта право вето сделает необходимыми повторную бухгалтерскую и иную калькуляцию, что станет затратно как с финансовой точки зрения, так и с точки зрения времени. В случае введения подобного права вето, надо будет определить срок, до которого подобное право будет действовать. Но в любом случае подобное право окажется затратным для АО и, значит, для остальных акционеров. Поэтому, на наш взгляд, установив подобное право, необходимо возложить на акционера, желающего его использовать, обязанность доказать ущербность принятого решения о реорганизации АО для его имущественных интересов.

Как указывается в ч.3. ст.44 Закона, "выкуп акций обществом осуществляется по рыночной стоимости этих акций, определяемой без учета ее изменения в результате действия общества, повлекшего возникновение права требования оценки и выкупа акций". В данной норме основным недостатком является неопределенность того, как определяется рыночная стои-

мость выкупа акций. Должен ли выкуп акций осуществляться по рыночной стоимости самих акций, существующей на фондовом рынке, или по стоимости чистых активов общества, пропорциональной долей в которой, наравне с другими акционерами, обладает акционер, требующий выкупа? В данном случае, на наш взгляд, одинаково важную роль играют обе стоимости акции, т.е. ее стоимость, определяемая имущественными правами, которые закрепляет акция, и стоимость акции в качестве объекта товарооборота на фондовом рынке.

Допустим, оценщик оценил выкупаемые акции в соответствии с их ценой на фондовом рынке. Но может случиться, что в последнее время из-за малой эффективности АО или из-за распространения информации о реорганизации цена его акций упала вдвое. Но чистые активы общества составляют намного большую ценность и имеют долгосрочную перспективу, т.е. через несколько месяцев производительность АО увеличилась бы намного. В таком случае оценка по прежним индексам была бы нечестной и не выгодной акционеру.

Может возникнуть и ситуация противоположного характера. Скажем, оценщик оценит цену приобретения акций по стоимости чистых активов АО. Но из-за высокой прибыльности АО в последние несколько лет его акции стоят на рынке выше его чистых активов. В этом случае акционер получает от АО меньше денег, чем он мог бы получить несколько месяцев назад за свои акции на фондовом рынке. Сложность такой ситуации для акционера состоит и в том, что подобная оценка его доли, скорее всего, повлияет на цены акций на рынке, т.е. они понизятся, и у акционера останется лишь один выбор – продать свои акции только своему АО, за более низкую цену.

Учитывая этот недостаток Закона, мы рекомендуем перефразировать правило об оценке акций, закрепленное в ч.3. ст.44 Закона, следующим образом: "Выкуп осуществляется по цене, определенной наблюдательным советом общества, но не ниже рыночной стоимости доли акционера в чистых активах общества пропорционально владеемым им акциям, а также стоимости акций на рынке ценных бумаг, не ниже той цены, которая существовала в течение 3 месяцев, за 2 месяца до объ-

явления о проведении реорганизации, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций".

Как видно из предлагаемой нами формулировки, цена акций должна быть определена по их курсу, существовавшему до объявления о реорганизации. Это правило важно и для самого АО, так как после объявления о реорганизации цены его акций, наоборот, могут повыситься, что несправедливо в отношении самого АО и остальных его акционеров, соответственно повлияв на остаточную стоимость АО. Предлагаемый нами срок в 3 месяца, на наш взгляд, является условным. Мы переняли его из законодательства Голландии по реорганизациям. Однако определение этого срока, разумеется, требует изучения конкретных условий узбекского рынка ценных бумаг. Срок в два месяца, на наш взгляд, необходим для объективности оценки, так как не исключено проникновение на рынок ценных бумаг инсайдерской информации о предстоящей реорганизации.

Закон предусматривает судебную защиту прав акционеров при реорганизации АО. Ч.10 ст.66 Закона устанавливает право акционера обжаловать в суд решение, принятое общим собранием акционеров с нарушением требований Закона, иных правовых актов, устава общества, если он не принимал участия в общем собрании акционеров или голосовал против принятия такого решения. Но указанное решение общего собрания акционеров в таком случае должно нарушать права и законные интересы акционера. И суд вправе, с учетом всех обстоятельств дела, оставить обжалуемое решение в силе, если имеется совокупность следующих условий:

- позиция акционера не могла повлиять на результаты голосования;
- допущенные нарушения не являются существенными;
- решение не повлекло причинения убытков данному акционеру⁷²⁶.

В ФЗ РФ средством защиты прав акционеров стало обяза-

⁷²⁶ См.: Звоненко Д.П. Указ. соч.

тельное правило о формировании имущества, создаваемого в результате реорганизации АО, только за счет имущества реорганизуемых обществ⁷²⁷, что, однако, не нашло отражения в Законе РУз. Это исключает возможность увеличения уставного капитала возникающих обществ за счет отдельных акционеров и, таким образом, увеличения их влияния в АО, а соответственно – уменьшения роли других владельцев АО.

На наш взгляд, Закон при этом упускает возможность возникновения нехватки возникших в результате реорганизации АО средств для дальнейшего его существования. Согласно ч.6. ст.95 Закона, "не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации общества, а при реорганизации общества в форме слияния или присоединения – с даты принятия решения об этом последним из обществ, участвующих в слиянии или присоединении, общество обязано письменно уведомить об этом кредиторов общества". Как видно, это уведомление направляется уже после принятия решения о реорганизации. Конечно, кредиторы могут и не потребовать досрочного исполнения обязательств. Однако в случае массового требования кредиторов, АО окажется перед проблемой привлечения дополнительных средств. Может возникнуть такая же проблема и с акционерами реорганизуемого АО. Акционеры, не согласные с реорганизацией, могут потребовать, чтобы АО выкупила их акции. Если, например, акционеры, владеющие 10% акций, выступили против реорганизации, то это означает резкое уменьшение уставного фонда акционерного общества и может привести к нехватке средств для ведения предпринимательской деятельности вновь возникшего АО либо уменьшению размера его уставного фонда. Поскольку в большинстве случаев реорганизуемые предприятия АО продолжают свое существование, особенно если это объекты стратегические и жизненно важные (как, например, энергоснабжающее предприятие и т.п.), то соответственно возникнет острая необходимость скорейшего привлечения финансовых ресурсов.

Учитывая сказанное, мы считаем желательным смягчить

⁷²⁷ См.: п.3 ст.15. ФЗ РФ. (Введен Федеральным законом от 07.08.2001 N 120-ФЗ).

правила указанной нормы и перефразировать ее следующим образом: "Формирование имущества обществ, создаваемых в результате реорганизации, осуществляется только за счет имущества реорганизуемых обществ, за исключением случаев приобретения собственных акций в результате возникновения условий, изложенных в ст.44 настоящего Закона, и соответственного уменьшения уставного капитала АО, возникший размер которого не удовлетворял бы законодательные требования к минимальному размеру уставного капитала акционерных обществ данного типа, или сделал бы невозможным продолжение дальнейшего нормального осуществления акционерным обществом своей предпринимательской деятельности, когда обществом могут быть проданы только приобретенные им же акции". Но эта норма неизбежно приведет к концентрации владения в АО.

ВЫВОДЫ

Как видно из изложенного выше материала, поглощения являются естественным результатом условий и целей предпринимательской деятельности в той или иной стране. Поэтому нежелательно рассматривать их как некую сложную экономическую или правовую проблему, поскольку они направлены на регулирование ситуации в корпоративном секторе посредством "рынка корпоративного контроля", а также в целом полезны для экономики страны, позволяя объединять и укрупнять капиталы в интересах более рациональной организации производства и повышения эффективности АО.

Конечно, как и любая другая плохо урегулированная сфера, в результате неэффективного правового регулирования поглощения могут иметь и отрицательные последствия, и прежде всего – нарушение прав акционеров, особенно миноритариев, что ныне и происходит в других странах, где эти отношения еще недостаточно изучены и не регламентированы соответствующим образом законом. Целью регулирования поглощений в РУз является антимонопольная направленность, т.е. предотвраще-

ние поглощения компаний той же отрасли, что может привести к ограничению конкуренции в этой сфере. Как и правило "добровольного предложения", поглощение носит материальный характер и порождается законами рыночной экономики и, как и вся экономическая деятельность, конечно же, требует надлежащего законодательного урегулирования, накопления практики позитивного решения возникающих при этом конфликтов.

Поглощения могут иметь и отрицательные для акционеров последствия. Но нежелательно было бы законодательно разрешать применение защитных тактик со стороны правлений АО против поглощений и, последовая в этом отношении примеру Великобритании и Германии, не препятствовать таким поглощениям, которые могут оказаться потенциально выгодными для акционеров, несмотря на эгоистичность позиций правления АО.

Надо законодательно определиться с проблемой приобретения контроля. В РУз в различных актах и нормах этот вопрос регулируется по-разному. В Законе этот лимит определен в 20%, а в антимонопольных актах – 35%.

Этот вопрос следует урегулировать однозначно, что очень важно уже в аспекте антимонопольной политики. Вместе с тем надо еще более усилить защиту прав и законных интересов акционеров, укрепить правовую базу, обеспечивающую устойчивость успешно действующих АО, учитывая их значимость для экономики страны в условиях рыночных отношений.

Рассмотренные выше правовые системы по регулированию поглощений в целом можно разделить на два типа: 1) американская система, не регламентирующая процесс поглощений в деталях и дающая менеджерам корпорации большие полномочия и защиту при поглощениях, и 2) противоположные американской системы Германии и Великобритании, которые детально регламентируют процедуру поглощений и не дают менеджерам значительных полномочий при поглощениях. Американская модель, в первую очередь, объясняется менеджерским направлением корпоративного права США, делающим поглощения более дорогими и наделяющим директоров правом принятия решений при поглощениях на основе принципа фидуциарной обязанности перед акционерами. Соответственно, при-

менение подобной системы требует наличия большого прецедентного опыта и развитой судебной системы, что не подходит для Германии, равно как для Узбекистана. Для наших стран, очевидно, желательны более полная регламентация процедуры поглощений в законодательстве и четкое определение полномочий управляющих в данном процессе.

Как видно из анализа законодательства трех стран, процедура поглощений разделяется приблизительно на следующие этапы:

1. Подготовка тендерного предложения и получение соответствующих разрешений в уполномоченных органах как по антимонопольному контролю, так и по регулированию движения ценных бумаг.

2. Опубликование предложения и сообщения о нем акционерам и корпорации. При этом предложение в среднем содержит информацию об оференте, объеме акций, которые он хочет приобрести, о сроках продолжения оферты, цели приобретения акций, дальнейших предпринимательских планах оферента по управлению корпорацией и др.

3. Предоставление времени на размышление и отказ или принятие оферты со стороны акционеров компании-цели.

4. Приобретение всех акций данной компании со стороны оферента. При этом цена, предложенная им всем акционерам, не должна быть разной и не должна быть меньшей, чем была в определенный период (от 3 до 6 месяцев) до объявления оферты на рынке ценных бумаг, что лишает оферента возможности манипуляции акциями при поглощениях и явно осложняет условия поглощения.

5. Изменение условий тендерного процесса и в случае приобретения больше лимита голосующих акций (как рассматривалось в Германии и Великобритании, сверх 30%).

На наш взгляд, желательно было бы ввести этот минимум правил в законодательство Узбекистана и именно в подобной последовательности, что обеспечит хотя бы минимум защиты прав акционеров, прежде всего в получении справедливых цен за их акции. И вообще такой комплекс норм, регулирующих процесс поглощений, необходим для защиты АО, успешно

осуществляющих свою деятельность, от поглощений конкурентами, стремящимися к монополизации своего положения на рынке, вопреки принципам демонополизации и свободы рыночной конкуренции для всех ее участников, действующих в интересах своих акционеров, в строгом соответствии с Законом. Кстати, такая защита отвечает материальным и иным интересам менеджеров, честно и активно выполняющих свои обязанности перед компанией, ее акционерами, работниками, кредиторами и др. Они также вправе рассчитывать на надежную защиту их интересов Законом.

Из рассмотренного видно, что в Узбекистане основным актом по защите прав акционеров при реорганизации является Закон. В нем содержится правило об обязательном выкупе акций со стороны АО в случае несогласия акционеров с реорганизацией АО. В ФЗ РФ добавлено еще одно правило, нацеленное на защиту миноритариев, – их право получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие им в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих им акций данного общества, в случае несогласия акционера или в случае неучастия его в голосовании. На наш взгляд, желательно было бы включить такое правило и в ст.95 Закона РУз.

В Законе, на наш взгляд, недостаточно широка интерпретированность роли исполнительного органа при реорганизации АО, учитывая, что наиболее информированным о деятельности АО является именно этот орган.

В Законе не предусмотрена также возможность возникновения конфликтных ситуаций между АО и правлением в процессе слияний и присоединений, что связано с возможной потерей работы членами правления реорганизованного АО. Случаи возникновения подобных ситуаций известны из опыта зарубежных государств по поглощениям. Поэтому, на наш взгляд, закон должен, учитывая возможность такой ситуации, наделить акционеров более широкими полномочиями в этих способах реорганизаций.

На наш взгляд, два основных средства защиты прав акционеров при реорганизации: выкуп обществом собственных акций и равное распределений акций между меньшинством акционе-

ров, которые голосовали против или вообще не голосовали, — не являются взаимосвязанными, и не ясно, по чьей воле которое из них следует принимать.

Представляется, что для укрепления прав меньшинства акционеров желательно ввести право вето акционеров уже после принятия решения о реорганизации АО, но до государственной регистрации реорганизуемых АО. Но в силу затратности подобного права, надо возложить на акционера, желающего его использовать, обязанность доказать ущербность принятого решения о реорганизации АО его имущественным интересам.

Мы считаем, что в Законе недостаточно правильно интерпретировано правило об оценке цены выкупа акций в случае, если акционер выступит против реорганизации. Мы выдвигаем обоснованное выше предложение перефразировать правило об оценке в ч.3. ст.44 Закона как: "Выкуп осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости доли акционера в чистых активах общества пропорционально владеемым им акциям, а также стоимости акций на рынке ценных бумаг, не ниже той цены, которая существовала в течение 3 месяцев, за 2 месяца до объявления о проведении реорганизации, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций".

На наш взгляд, следует смягчить правило о формировании имущества, создаваемого в результате реорганизации АО, только за счет имущества реорганизуемых обществ, закрепленное в ч.6. ст.95 Закона. Это норма представляется слишком негибкой, что во многих случаях может отрицательно отразиться на благополучной предпринимательской деятельности АО в случае нехватки финансовых ресурсов при реорганизации АО.

Кроме того, мы считаем назревшим вопрос о разработке и принятии в Республике Узбекистан специального Закона о реорганизации и ликвидации АО и иных юридических лиц с включением в него действенных норм по защите в этих случаях прав и законных интересов и иных участников корпоративной деятельности, а также норм, обеспечивающих сохранение и дальнейшее функционирование успешно действующих АО в интересах развития предпринимательства и дальнейшего подъема эконо-

мики страны в условиях утверждения цивилизованных рыночных отношений по примеру высокоразвитых стран мира.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе анализа и обобщения изученных в данной работе теоретических концепций, норм отечественного и иностранного законодательства, а также реальных результатов их применения на практике можно сделать следующие выводы и предложения:

1. Вступление суверенного Узбекистана на путь строительства цивилизованных рыночных отношений, плюрализма форм собственности, формирования класса предпринимателей – собственников индивидуальных и корпоративных хозяйствующих объектов привело к созданию непрерывно растущего числа акционерных обществ, которые действуют на базе принятых в республике качественно новых нормативно-правовых актов. Тем самым в Республике Узбекистан сформирован целый комплекс норм корпоративного права, регламентирующих основные принципы и порядок создания, структуризации и деятельности таких корпоративных организаций, как акционерные общества, их юридический статус, права и обязанности акционеров и других участников корпоративных отношений.

Однако развертывание корпоративного строительства в нашей стране – дело пока что совершенно новое, оно развивается еще во многих отношениях весьма противоречиво и неоднозначно. И в действующем законодательстве, и в механизмах его реализации, и в практике деятельности акционерных обществ имеется много серьезных недостатков, которые препятствуют успешной деятельности акционерных обществ, не обеспечивают должной эффективности и надлежащей экономической отдачи от вложенных инвестиций, не гарантируют на деле безусловную защиту прав и законных интересов акционеров (особенно миноритариев), а также других участников деятельности корпораций. Кроме того, компании и их акционеры далеко не всегда получают квалифицированную защиту от судов и иных правоприменительных органов.

Все это отрицательно сказывается на процессах корпоративного строительства, наносит большой ущерб множеству акционеров, негативно отражается на притоке инвестиций (вклю-

чая иностранные) и сдерживает решение актуальных проблем социально-экономического развития страны в целом, поскольку ныне экономическую базу Узбекистана составляет в значительной мере частный (индивидуальный и акционированный на базе разгосударствления и приватизации) сектор, роль которого, несмотря на все трудности, непрерывно возрастает. Но, к сожалению, этот реальный объективный факт еще не осознается в должной мере определенной частью нашего общества, в том числе и работников разных звеньев государственного, управленческого аппарата. Отсюда – все еще значительное вмешательство государства в дела АО; отсюда – недостатки в защите АО и акционеров; отсюда же, очевидно, целый ряд недоработок в законодательстве, регламентирующем разные аспекты корпоративного строительства.

Устранение этих барьеров, стоящих еще на пути развития наших АО и надлежащей защиты прав и законных интересов акционеров и иных участвующих в акционерном деле физических и юридических лиц, требует, на наш взгляд, в первую очередь, концептуальной, комплексной, теоретической разработки проблем корпоративного строительства в целом и во всех его актуальных аспектах. В этих целях нам представляется важным глубокий анализ не только отечественного, но и зарубежного законодательства с позиций правовой компаративистики, исторического, структурно-системного, комплексного, программно-целевого и иных испытанных в науке методов при непрерывном творческом учете в национальном законодательстве лучшего мирового опыта законодательного регулирования корпоративных отношений и практики передовых стран мира.

2. В первую очередь, на наш взгляд, необходимо четко уяснить теоретически сущность корпораций, принципиально определить характер акционерного общества *de sui generis*, акционеров и создаваемых ими акционерных обществ, их взаимоотношения в системе: собственность – владение – управление. От правильного теоретического понимания этих основополагающих вопросов, по нашему мнению, в решающей степени зависят и надлежащее законодательное урегулирование корпоративных отношений в целом, и реализация их на практике в

интересах обеспечения широкого, целостного развития акционерных обществ и особенно защиты прав акционеров, а также иных участников АО, поскольку их интересы тесно взаимосвязаны, и игнорирование этого реального факта недопустимо.

При этом мы исходим из того соображения, что развитая экономика предполагает формирование и развитие всех современных форм собственности. Отсюда вытекает, что эффективность правового регулирования отношений собственности, в число которых входят и отношения, регулируемые корпоративным правом, зависит, прежде всего, от того, насколько правовая система смогла адекватно отразить в себе сущность и потребности реальных экономических отношений, т.е. формирование эффективной правовой системы объективно зависит от насущных экономических потребностей существующих общественных отношений, которые, безусловно, нуждаются в соответствующем правовом регулировании.

Поскольку Узбекистан находится ныне еще на первоначальном этапе создания корпоративного права и вообще корпоративного строительства, можно определить, что от разработки фундаментальных принципов корпоративного права зависят дальнейшее развитие акционерного законодательства в стране и конечные результаты практической реализации правовых норм.

3. Становление и развитие корпоративного права, безусловно, требует четкого определения субъектов правовых отношений. Здесь, однако, проявляется клубок противоречий как теоретического, так и практического характера, ибо существуют разногласия по поводу того, каким же именно субъектом является акционерное общество.

На наш взгляд, следует признать, что корпорации – это реально существующие юридические лица, которые являются участниками рыночных, товарно-денежных отношений, а потому требуется четкое определение их статуса, прав и обязанностей и непременно – норм их правовой защиты, равно как и правовой защиты акционеров, создающих эти организации и вкладывающих в них свою собственность, будь то деньги, средства производства и т.п.

4. Ныне, как известно, ведутся острые дебаты о предпочтительности первичности акционеров, выдвигаются разные концепции по поводу того, каким субъектом является корпорация.

Так, в основе коммунативной критики идеи первичности акционеров лежит отрицание предположения, что люди довольствуются только тем, о чем они могут договориться. Акционеры – это, дескать, множество объединенных в корпорации людей, действующих в личных интересах, и целью корпоративного права является содействие достижению их целей. Критики же идеи первичности акционеров рассматривают участников корпорации как субъектов, связанных вместе в общем предприятии и зависящих в достижении своих целей от усилий друг друга.

Как видно, сущность корпоративной личности была и остается спорной в правовой и экономической науке. Временами выдвигался такой аргумент, что корпорация является субъектом, отдельным от своих участников. Недавно возникли дебаты на основе агрегативных теорий корпоративной личности, с отказом от понимания корпорации как реального лица.

5. Мы считаем, что нельзя ограничиваться рассмотрением корпорации просто как «юридической фикции». Корпорации реально существуют в мире и активно участвуют не только в сфере бизнеса, но и в решении очень важных социально-экономических проблем, в том числе в становлении класса собственников (особенно их среднего слоя), в удовлетворении запросов общества в разного рода материальных и интеллектуальных ценностях, в решении острых проблем занятости трудовых резервов и т.д.

Акционеры, безусловно, имеют право на свою собственность, вложенные ими средства, но это не должно противоречить несомненному наличию прав собственности корпорации в целом. Здесь явно проявляются общие законы соотношения целого как системы и его структурообразующих элементов. Различные субъекты, вступая в разного рода лиги, союзы, сообщества, должны диалектически сочетать свои права, интересы и обязанности с правами, интересами и обязанностями созданных ими объединений – юридических лиц. Любое сообщество существует лишь потому, что ему делегируется опреде-

ленная часть прав лиц (физических или юридических), его образовавших. А это значит, что акционеры наделяют определенным кругом специфических прав (и обязанностей) директоров, менеджеров и иных участников корпоративной деятельности. Но, разумеется, в конечном счете, создателями и собственниками акционерных обществ все-таки являются, несмотря ни на какие доводы, – акционеры. Корпорация безусловно принадлежит им (со всеми ее имуществом, целями, правами и т.п.), и их статус нельзя сводить к положению простых инвесторов. Иначе их участие в создании и деятельности корпорации теряет всякий смысл.

6. Корпорации создаются и действуют на базе соответствующих институированных государством норм законов и подзаконных актов и в этом смысле несомненно зависят от воли государства. И роль государственного регулирования в этом деле очень велика, о чем говорит весь международный опыт конструирования корпораций. В Узбекистане создание всяких корпораций обусловлено принятием новой Конституции и многих законодательных и подзаконных актов, т.е. они санкционированы государством, и регулируются их статус и деятельность государственными актами. Так что корпорации, безусловно, свободны осуществлять всю свою деятельность сами, но строго в рамках закона, т.е. их свобода относительна, и говорить о какой-то абсолютной независимости корпораций от государства просто бессмысленно. Но не надо путать волю государства с произволом отдельных его органов или их чиновников. Их попытки нарушать права и законные интересы корпораций и их участников – незаконны.

7. Не имеют под собой реальной объективной базы и утверждения о том, что корпорации в принципе не имеют никаких социально направленных целей, не зависят от общества в целом и потому не должны решать никаких социальных задач – это, мол, дело государства, его органов соцобеспечения, общественных организаций и т.п. Жить в обществе и быть свободным от общества нельзя! Корпорации на деле решают многие социальные проблемы. Так, зарубежные корпорации через всякие фонды занимаются спонсорством, меценатством, выде-

ляют средства на гуманитарную помощь, на нужды молодежи, слабообеспеченных слоев и т.п. И эта их добровольная деятельность стимулируется государством (скажем, путем льготного налогообложения) и высоко оценивается обществом. Но делается все это ими добровольно, в соответствии с их реальными материально-финансовыми возможностями, а главная задача корпораций – умножение доходов акционеров и др. – отнюдь не противостоит исполнению ими своего общественного долга, т.е. решению социальных проблем.

Исходя из всего сказанного, с учетом всех позитивных моментов в разных концепциях понятия "корпорация", нашим специалистам – юристам, экономистам – надо совместными усилиями выработать наиболее адекватную сути и задачам корпораций точку зрения по поводу сущности этих юридических субъектов корпоративных организаций, их правового статуса, принципов деятельности и внутрикорпоративных отношений, а также отношений с иными социальными феноменами, государством и обществом в целом.

При этом представляется необходимым учесть следующее:

1. Корпорация являет собой сложный организм, в функционировании которого участвуют акционеры, управленческий аппарат и др., причем их деятельность тесно связана не только внутри корпорации, но и вовне – с инвесторами, кредиторами, поставщиками и проч. Каждый из них имеет свои права и интересы, которые надо объективно учитывать, правильно соотносить и приводить к «общему знаменателю», памятуя о том, что корпорация есть самостоятельное юридическое лицо со своим статусом, целями и задачами, отнюдь не адекватными во всех отношениях с положением участвующих в ее деятельности физических лиц и групп этих лиц (крупные акционеры и миноритарии, директора и менеджеры и т.д.). Здесь также надо учитывать сложную диалектику взаимоотношений общего, частного и особенного, целостной системы и ее структурообразующих элементов, которые, безусловно, тесно взаимосвязаны, но это не аннулирует их специфики, индивидуальные права и интересы физических лиц. Таким образом, и они являются объективно реальными, и корпорация вовсе не есть некая "пустая скорлупа". Ина-

че бы законы разных стран не определяли статус корпораций как реально существующих юридических лиц с определенной организационной структурой, правами и обязанностями.

2. Акционеры, создавшие корпорацию, есть, несомненно, собственники ее имущества, но управление корпорацией – дело очень сложное, требующее надлежащего опыта, знаний и т.п. Поэтому оно требует привлечения профессионалов – директоров, менеджеров, бухгалтеров и др. Они должны действовать с максимумом активности, инициативы и непременно – при наделении их соответствующими правами и полномочиями. Вот почему акционеры (тем более крупных корпораций, со множеством участников) привлекают (в том числе со стороны) профессионалов корпоративной, производственной, финансовой, рыночной деятельности, формируя из них на выборной, контрактной основе совет директоров (наблюдательный совет), орган управления (менеджмент) и др. И при этом последние, соответственно контрактам, уставу АО и другим документам, предусмотренным законом, наделяются акционерами определенными правами и полномочиями. Это значит, что акционеры в интересах успешной деятельности корпораций, т.е. в своих же кровных интересах, делегируют работникам этого управляющего аппарата (директорам, менеджерам и др.) часть своих прав, без чего те просто не смогут исполнять свои обязанности. Их права – производные от прав акционеров. К тому же и собственность корпорации, хотя и создается вкладами акционеров, но носит уже объективно общий, корпоративный (коллективный) характер, а потому непременно в какой-то мере отчужденный от собственника – акционера: раз все они действуют сообща, то и собственность корпорации (такова уж диалектика!) одновременно и принадлежит, и не принадлежит каждому из акционеров. Распоряжаться ею акционеры могут лишь сообща. А поскольку управленческий аппарат получил от акционеров определенную часть их прав и надлежащие полномочия, то директора, менеджмент вправе распоряжаться, оперировать имуществом и средствами АО. Отсюда и возникает цепочка прав собственности: владение – управление – распоряжение.

8. Как мы уже говорили, каждый из участников корпоратив-

ной деятельности имеет не только свои права, но и свои собственные интересы, конечная цель которых – умножение своих доходов. И эти интересы, естественно, у каждого человека – свои. Но отсюда – и множество корпоративных конфликтов, и возможность всяких злоупотреблений со стороны директоров, менеджеров, инсайдеров, бухгалтеров и т.п.

Из сказанного вытекает необходимость дальнейшего совершенствования корпоративного права, соответствующего законодательства, четкого определения прав, полномочий и обязанностей всех работников управленческого аппарата корпораций, норм, обеспечивающих максимум прозрачности деятельности и всех документов (отчетов, договоров и проч.) корпорации, установления эффективного контроля над функционированием управленческого аппарата, повышения действенности общих собраний акционеров, их ревизионных комиссий, аудита, мониторинга деятельности АО.

9. Существуют различные модели участников деятельности корпорации. Среди них наиболее известными являются: модель с менеджерским направлением, модель фидуциарного типа, модель с трудовым направлением и др.

Фидуциарная модель корпораций предполагает, что совет директоров АО функционирует как нейтральный координатор вкладов и отдачи всех участников деятельности компании. В соответствии с данной моделью, участники и другие инвесторы не имеют прямого представительства в наблюдательном совете корпораций. Вместе с тем им предоставляются определенные льготы в виде некоторых обязанностей или представления интересов акционеров в советах директоров. Из этого следует, что фидуциарная модель наделяет совет большой ответственностью для обеспечения интересов других участников корпораций.

Модель с трудовым направлением предусматривает широкое участие сотрудников корпорации в ее управлении, предоставляя определенную квоту обязательного представления работников в наблюдательных советах корпораций.

Государственно-направленная модель имела большую привлекательность до и после Второй мировой войны. В соответствии с данной моделью, государство должно было играть

доминирующую роль в делах крупных корпораций, добиваясь, чтобы частные компании служили общественным интересам.

Проведенный в работе подробный анализ различных моделей участников деятельности корпораций показывает, что в современных условиях наиболее предпочтительной является стандартная модель корпоративного управления, которой обеспечиваются конкурентные преимущества: доступ к акционерному капиталу по более низкой цене; более интенсивное развитие новых товарных рынков; более сильные стимулы к развитию корпораций и т.д.

Эффективность компаний, действующих по стандартной модели, увеличивается в развивающихся странах, к числу которых относится и Узбекистан.

10. В настоящее время в Узбекистане наибольшее применение нашла государственная модель корпоративного права, что проявляется в активном государственном влиянии на деятельность акционерных обществ. Однако, аккумулируя в своих руках государственные доли пакетов акций, руководители корпораций, используя старые административно-командные методы управления, искусственно тормозят процессы приватизации, ограничивают экономическую свободу предприятий, не дают развиваться их инициативе.

Поэтому представляется, что следует ограничить роль государственного вмешательства в деятельность корпораций. Роль государства должна сводиться к правовой поддержке частного сектора, ослаблению налогового бремени предпринимательства и т.д.

11. С учетом всего сказанного, для развития корпоративного права в Узбекистане целесообразно использовать стандартную модель, которая показала себя как наиболее отвечающая социально - экономическим потребностям общества. Для этого надо пересмотреть существующие нормативно-правовые акты Республики Узбекистан в целях исключения неправомерного вмешательства государства в корпоративные интересы, что позволит добиться роста эффективности корпоративного строительства и повысить его роль в развитии экономики страны.

12.. В юридической литературе идут дискуссии по поводу

отношений между АО и акционерами. Мы считаем, что АО является отдельным субъектом права и получает имущество от акционеров и, соответственно, акционеры оформляют свои средства на имя АО и ожидают от этого получение дивидендов. Таким образом, право акционеров получать от АО дивиденды означает обязанность АО выплачивать эти дивиденды. Кроме того, указанная ситуация обуславливает оформление взаимоотношений между акционерами и АО в качестве обязательственных. Но все же отношения между АО и его участниками не являются таковыми, в традиционном гражданско-правовом понимании, в силу участия акционеров в управлении АО. Если отношения между АО и акционерами по поводу получения дивидендов выступают как обязательственные, то отношения по поводу управления АО со стороны его акционеров можно классифицировать как корпоративные. Итак, указанные имущественные отношения в АО не соответствуют классическому институту обязательственного права, ибо их специфика корпоративных отношений не типична для этого общественного института гражданского права и классического объекта цивилистики. Вместе с тем при нарушении корпоративных прав акционеров субъектами исполнения обязательств должны быть те конкретные лица, действиями которых были нарушены права акционеров.

13. Наиважнейшая задача корпоративного права – всемерная защита прав акционеров. В этих целях необходимо, в частности, разработать и внедрить в практику гибкую самонастраивающуюся модель корпоративного управления, содержащую четкие и эффективные нормы корпоративного права и защиты прав акционеров с опорой на судебную и государственную правоприменительную систему. И вообще необходимо более глубокое изучение агентской проблемы в целом.

14. Весьма важной проблемой, связанной с корпоративным управлением, является необходимость раскрытия информации о деятельности АО и эмиссии ими ценных бумаг, что является как способом привлечения дополнительных финансовых ресурсов корпорации, так и средством защиты прав владения собственностью. Отсюда необходимо внесение определенных дополнений в законодательство РУз, касающихся правовых ас-

пектов защиты прав владельцев ценных бумаг. При этом следует учитывать современные международные требования о раскрытии информации по ценным бумагам.

Своевременное, полное и адекватное раскрытие информации может улучшить корпоративное управление в таких аспектах, как совершенствование корпоративного контроля за деятельностью менеджеров, защита прав и интересов акционеров, повышение инвестиционной привлекательности компании, честное выполнение менеджерами своих фидуциарных обязанностей и т.д.

Между тем анализ современного законодательства РУз по раскрытию информации по ценным бумагам показывает, что в нем имеется ряд недостатков. В частности, не учитывается природа этой информации, которая может содержать и коммерческую тайну организации. Далее, существующее законодательство предполагает обеспечение доступа к информации заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения этой информации. Но процесс раскрытия информации обычно является высокочрезвычайно затратным, и это тоже надо учесть.

Отсутствие в РУз унифицированного акта по раскрытию информации о деятельности АО замедляет развитие данного института. Надо внести в законодательство о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг правило о том, что в случае нераскрытия информации, предоставления неправдивой и неполной информации, либо непредоставления необходимой информации вовремя и доступным образом, ответственность за это должны нести органы АО, обязанные заниматься подготовкой и предоставлением указанной информации, и нормы об этой ответственности надо прямо предусмотреть в Законе.

15. В процессе сделок с ценными бумагами возникает проблема «инсайдерской информации». Но пока в законодательных актах РУз не определен механизм реализации ответственности за сделки, осуществляемые с использованием инсайдерской информации.

В связи с этим нами предпринята попытка определить понятие термина «инсайдер», как лица, имеющего доступ к конфиденциальной информации о ценных бумагах эмитента и поэтому могущего повлиять на цену этих бумаг на рынке. По

нашему мнению, в Законе следует четко определить круг лиц, являющихся инсайдерами. Очевидно, целесообразно разработать специальный Закон РУз. «Об инсайдерской информации и инсайдерских сделках» и обеспечить надлежащую практическую реализацию этого Закона (разработанный нами проект Закона представлен в приложении).

16. Практике известны различного рода поглощения корпораций. Во многом они способствуют регулированию ситуации в корпоративном секторе и полезны для экономики страны. Поглощения позволяют объединять и укреплять капиталы в интересах улучшения организации производства и повышения эффективности деятельности АО.

Мировая практика правового регулирования поглощений ставит перед собой две основные цели: защиту интересов акционеров и развитие здорового рынка ценных бумаг.

Вместе с тем целесообразно законодательно закрепить процессы поглощений, ибо они сопровождаются сложными корпоративными конфликтами. Нужна такая правовая среда для осуществления поглощений, чтобы они не выходили за экономически эффективные границы, не осуществлялись в чисто эгоистических целях, в ущерб акционерам. Надо учитывать, что правовая практика развитых стран по регулированию поглощений строится на двух системах:

– американская система, не регламентируя поглощений, дает менеджерам корпораций больше полномочий и защиту при поглощениях;

– европейская система детально регламентирует процедуры поглощений, но не дает менеджерам значительных полномочий при поглощениях.

Первая модель строится на принципах фидуциарной ответственности перед акционерами, но ее применение требует наличия значительного прецедентного опыта и развитой судебной системы.

В нашей работе обоснованы минимум правил и их последовательность, которые должны найти свое отражение в законодательстве Узбекистана по регулированию поглощений, чтобы обеспечить максимум защиты прав акционеров в получении справедливых цен за их акции.

17. Поскольку текущей хозяйственной деятельностью АО руководит исполнительный орган, то именно он наиболее осведомлен о состоянии дел в организации и от него во многом зависит судьба АО. Поэтому целесообразно тщательно изучить роль исполнительного органа при реорганизации АО, детально закрепить полномочия и обязанности этого органа в данном процессе, что позволит полнее обеспечить защиту интересов акционеров.

Надо предусмотреть в Законе и такую процедуру, как право вето акционеров на реорганизацию АО. Такое вето может быть наложено акционерами, оказавшимися наименее информированными о деятельности АО, если реорганизация АО может нанести ущерб их интересам. Но право вето не должно повысить затраты проведения реорганизации в ущерб всем остальным акционерам.

На наш взгляд, можно было бы установить право вето и после подписания передаточного акта, но до государственной регистрации изменений в реорганизуемых АО. В случае введения права вето, надо будет определить срок, до которого это право будет действовать. Очевидно, установив подобное право, надо возложить на акционера, желающего его использовать, обязанность доказать ущербность принятого решения о реорганизации АО для его имущественных интересов.

18. Мы считаем, что предусмотренные в Законе два основных средства защиты прав акционеров при реорганизации: выкуп обществом собственных акций и равное распределение акций между меньшинством акционеров, которые голосовали против или вообще не голосовали, – не являются взаимосвязанными, и не ясно, по чьей воле которое из них следует применять. Поэтому мы предлагаем указать в Законе, что каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, по его волеизъявлению имеет следующие права:

– получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества, или – требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих ему акций.

19. Представляется, что в Законе недостаточно правильно

интерпретировано правило об оценке цены выкупа акций, если акционер выступит против реорганизации. Мы выдвигаем обоснованное предложение перефразировать правило об оценке в ч.3 ст.44 Закона как: «Выкуп осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости доли акционера в чистых активах общества пропорционально владеемым им акциям, а также стоимости акций на рынке ценных бумаг, не ниже той цены, которая существовала в течение 3 месяцев, за 2 месяца до объявления о проведении реорганизации, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций».

20. На наш взгляд, следует смягчить правило о формировании имущества, создаваемого в результате реорганизации АО только за счет имущества реорганизуемых обществ, закрепленное в ч.6. ст.95 Закона. Эта норма представляется слишком негибкой, что во многих случаях может отрицательно отразиться на благополучной предпринимательской деятельности АО в случае нехватки финансовых ресурсов при реорганизации АО.

21. Мы считаем назревшим вопрос о разработке и принятии в Республике Узбекистан специального Закона о реорганизации и ликвидации АО и иных юридических лиц с включением в него действенных норм по защите в этих случаях прав и законных интересов и иных участников корпоративной деятельности, а также норм, обеспечивающих сохранение и дальнейшее функционирование успешно действующих АО в интересах развития предпринимательства и дальнейшего подъема экономики страны в целом.

В работе обоснован и рекомендован ряд иных практических предложений для учета в процессе дальнейшего совершенствования корпоративного законодательства РУз и практики его реализации в интересах всемерного улучшения условий деятельности АО, успешного развития корпоративного строительства, повышения его эффективности и общего подъема экономики Республики Узбекистан.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ

РУКОВОДЯЩАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. Каримов И.А. Узбекистан – государство с великим будущим (Речь на XI сессии Олий Кенгаша РУз 1992г. 8 и 10 декабря). – Т.: "Узбекистан", 1993.
2. Каримов И.А. Узбекистан: национальная независимость, экономика, политика, идеология. – Том 1. – Т.: "Узбекистан". 1996.
3. Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. – Т.: Узбекистан, 1995.
4. Каримов И.А. Наша цель: свободная и процветающая Родина. – Том 2. Т.: Узбекистан, 1996.
5. Каримов И.А. Родина священна для каждого. – Том 3. – Т.: Узбекистан, 1996.
6. Каримов И.А. По пути созидания. – Том 4. – Т.: Узбекистан, 1996.
7. Каримов И.А. Формирование класса собственников – основной критерий успеха реформ // Народное слово. 7.02.1997.
8. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса. – Т: Узбекистан, 1997.
9. Каримов И.А. Мыслить и работать по новому – требование времени. – Том 5. – Т.: Узбекистан, 1997.
10. Каримов И.А. По пути безопасности и стабильного развития. – Том 6. – Т.: Узбекистан, 1998.
11. Каримов И.А. Свое будущее мы строим своими руками. – Том 7. – Т.: Узбекистан, 1999.
12. Каримов И.А. Наша высокая цель – независимость и процветание Родины, свобода и благополучие народа. – Том 8. – Т.: Узбекистан, 2000.
13. Каримов И.А. Каждый из нас ответственен за процветание Родины. – Том 9. – Т.: Узбекистан, 2001.
14. Каримов И.А. Жить заботами и интересами людей – основной критерий нашей деятельности: Доклад на заседании Кабинета

Министров о ходе реализации установленных приоритетов и заданий по развитию экономики Узбекистана за первое полугодие 2002г. от 18.07.2002г. // Народное слово. 19.07.2002.

15. Доклад Президента РУз Ислама Каримова "Стратегия реформ – повышение экономического потенциала страны" на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2002 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2003 год // Народное слово. 18.02.2003.
16. Каримов И.А. Об итогах развития экономики и социальной сферы за первое полугодие 2003 года и реализации мер по важнейшим приоритетным направлениям реформ в этих сферах: Доклад на заседании Кабинета Министров 18.07.2003г. // Народное слово. 19.07.2003.
17. Доклад Президента РУз Ислама Каримова "Наша основная задача – укрепление достигнутых рубежей, последовательное продолжение реформ" на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2003 году и основным направлениям углубления экономических реформ на 2004 год // Народное слово. 15.03.2004.

МЕЖДУНАРОДНО-ПРАВОВЫЕ ДОКУМЕНТЫ

18. EBRD Sound Business Standarts and Corporate Practices, 1997. <http://www.ebrd.com>
19. IOSCO Inetrnational Disclosure Standarts for Cross-Border Offerings and Initial Listing by Foreign Issuers. September 1998.
20. The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004. <http://oecd.org>
21. IOSCO Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence. A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. October 2002. <http://www.iosco.org>
22. IOSCO General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Op-

erations. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. February 2003. <http://www.iosco.org>

23. Insider Trading: How Jurisdiction Regulate it Report of IOSCO Emerging Markets Committee Transparency of Corporate Bond Markets Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2004. <http://www.iosco.org>

НОРМАТИВНЫЕ АКТЫ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

24. Конституция РУз, принятая 8 декабря 1992 г. на XXI сессии Верховного Совета РУз двенадцатого созыва с изменениями, внесенными Законом РУз от 24.04.2003 г. N 470-II "О внесении изменений и дополнений в Конституцию РУз". – Т.: Адолат, 2003.
25. Гражданский кодекс РУз. – Т.: Адолат, 1996.
26. Гражданский процессуальный кодекс РУз. – Т.: Адолат, 1997.
27. Хозяйственный процессуальный кодекс РУз. – Т.: Адолат, 1997.
28. Кодекс РУз "Об административной ответственности". Утвержден Законом РУз от 22.09.1994 г. N 2015-XII. Введен в действие с 01.04.1995г.
29. Закон РУз от 31.10.1990г. "О собственности".
30. Закон РУз от 15.02.1991г. N 229-XII "О предприятиях в Республике Узбекистан". (Настоящий Закон утратил силу в соответствии с Законом РУз от 15.12.2000г. N 175-II).
31. Закон РУз от 19.11.1991г. N425-XII "О разгосударствлении и приватизации".
32. Закон РУз от 02.09.1993г. N 918-XII "О ценных бумагах и фондовой бирже".
33. Закон РУз от 05.05.1994г. N 1054-XII "О банкротстве" (Новая редакция 2003г.)
34. Закон РУз от 26.04.1996г. N 223-I "Об акционерных обществах и защите прав акционеров".
35. Закон РУз от 25.04.1996г. N 218-I "О механизме функционирования рынка ценных бумаг".

36. Закон РУз 30.08.2001г. N 262-II "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг".
37. Закон РУз от 29.08.1998г. N 672-I "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг".
38. Указ Президента РУз от 21.01.1994г. N УП-745 "О мерах по дальнейшему углублению экономических реформ, обеспечению защиты частной собственности и развитию предпринимательства".
39. Указ Президента РУз от 15.03.1994г. N УП-789 "О приоритетных направлениях дальнейшего развития процесса разгосударствления и приватизации в Республике Узбекистан".
40. Указ Президента РУз от 12.06.1995г. N УП-1164 "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг".
41. Указ Президента РУз от 14.08.1995г. N УП-1212 "О преобразовании хозрасчетных подразделений Министерства внешних экономических связей в государственно-акционерные компании".
42. Указ Президента РУз от 07.09.1995г. N УП-1270 "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг".
43. Указ Президента РУз от 04.03.1998г. N УП-1939 "О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности".
44. Указ Президента РУз от 24.01.2003г. N УП-3202 "О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана".
45. Указ Президента РУз от 31.01.2003г. N УП-3204 "О Правительственной комиссии по вопросам банкротства и санации предприятий".
46. Постановление КМ РУз от 08.06.1994г. N 285 "О мерах по обеспечению эффективной деятельности Республиканской фондовой биржи "Тошкент" и развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг".
47. Постановление КМ РУз от 17.11.1994г. N 555 "О Едином государственном регистре предприятий и организаций всех форм собственности и хозяйствования".

48. Постановление КМ РУз от 15.06.1995г. N 221 "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий в акционерные общества открытого типа".
49. Постановление КМ РУз от 30.06.1995г. N 247 "О приватизации и разгосударствлении управлений и отделов рабочего снабжения министерств, ведомств, корпораций, концернов, ассоциаций и объединений республики".
50. Постановление КМ РУз от 07.09.1995г. N 351 "О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике".
51. Постановление КМ РУз от 30.03.1996г. N 126 "О вопросах организации деятельности Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз".
52. Постановление КМ РУз от 18.08.1997г. № 404 "О мерах по совершенствованию размещения пакетов акций и повышению роли акционеров в управлении акционерными обществами, образованными на базе государственной собственности".
53. Постановление КМ РУз от 12.01.1998г. N 16 "О вступлении Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз в Международную организацию комиссий по ценным бумагам".
54. Постановление КМ РУз от 05.03.1998г. N 96 "О результатах проверки реализации установленного порядка размещения акций в акционерных обществах, созданных на базе государственных предприятий".
55. Постановление КМ РУз от 29.06.1998г. N 270 "О механизме налогообложения акций приватизируемых предприятий, полученных физическими лицами на безвозмездной основе".
56. Постановление КМ РУз от 30.06.1998г. N 272 "О государственной доле в уставном фонде акционерных обществ, созданных в процессе разгосударствления и приватизации".
57. Постановление КМ РУз от 22.08.1998г. N 361 "О мерах по совершенствованию системы управления акционерными обществами".
58. Постановление КМ РУз от 21.05.1999г. N 263 "О вопросах организации и деятельности центрального депозитария ценных

бумаг".

59. Постановление КМ РУз от 26.07.1999г. N 362 "О дополнительных мерах по реализации законодательства о банкротстве предприятий".
60. Постановление КМ РУз от 05.07.2000г. N 257 "О мерах по совершенствованию управления государственной собственностью".
61. Постановление КМ РУз от 26.03.2002г. N 97 "О дополнительных мерах по обеспечению реализации программ разгосударствления и приватизации, привлечению иностранных инвестиций".
62. Постановление КМ РУз от 17.04.2003г. N 185 "О программе разгосударствления и приватизации предприятий на 2003–2004 годы".
63. Постановление КМ РУз от 18.04.2003г. N 188 "О мерах по повышению эффективности проводимой реструктуризации и финансового оздоровления экономически несостоятельных предприятий".
64. Постановление КМ РУз от 19.04.2003г. N 189 "О мерах по совершенствованию корпоративного управления приватизированными предприятиями".
65. Постановление КМ РУз от 29.04.2003г. N 196 "О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг".
66. Постановление КМ РУз от 30.06.2003г. N 294 "Об утверждении Положения о Правительственной комиссии по вопросам банкротства и санации предприятий".
67. Постановление КМ РУз от 04.07.2003г. N 304 "О создании Центра корпоративного управления".
68. Постановление КМ РУз от 09.07.2003г. N 308 "Об утверждении Положения о лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)".
69. Приложение N 1 к Постановлению КМ РУз от 09.07.2003г. N 308 Положение "О лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)".
70. Постановление КМ РУз от 13.11.2003г. N 506 "Об утверждении

Положения о лицензировании производства бланков ценных бумаг".

71. Инструкция о порядке контроля за приобретением более 35 процентов акций хозяйствующего субъекта. Утверждена Постановлением от 24.09 2001 г. Госкомдемонополизации N 5 и ЦККФРЦБ при ГКИ N 2001-12, зарегистрированным МЮ РУз 06.11.2001 г. N 1079.
72. Инструкция "По уничтожению наличных ценных бумаг". Утверждена Приказом генерального директора ЦККФРЦБ от 13.03.2002г. N 2002-03, зарегистрированным МЮ РУз от 15.04.2002г. N 1125.
73. Положение "О порядке регистрации и выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий". Приложение N 1 к Постановлению КМ РУз от 08.06.1994 г. N 285.
74. Положение "О порядке увеличения уставного капитала акционерного общества в связи с пересчетом основных средств". Зарегистрировано МЮ РУз от 13.10.1995г. N 182. Утверждено Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам при Министерстве финансов РУз 19.09.1995г. N 08-03-02/1553А и Госкомимуществом РУз 13.10.1995г. N 00-365.
75. Положение о Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ РУз. Приложение N 3 к Постановлению КМ РУз от 30.03.1996 г. N 126.
76. Положение "О порядке размещения и распространения конвертируемых ценных бумаг". Зарегистрировано МЮ РУз 01.07.1997г. N 351. Утверждено Госкомимуществом РУз 18.06.1997г.
77. Дополнение N 1 к Положению "О порядке выпуска и регистрации ценных бумаг на территории РУз", зарегистрированному МЮ 10.07.1998г. N 453. Зарегистрировано Министерством юстиции РУз 04.01.1999г. N 453-1. Утверждено ЦККФРЦБ при Госкомимуществе РУз 28.12.1998г.
78. Положение "Об аттестации (переаттестации) физических лиц на право совершения операций с ценными бумагами". Зарегистрировано МЮ РУз 03.03.1999г. N 660. Утверждено ЦККФРЦБ при Госкомимуществе 01.03.1999г. N 42

79. Положение "О составлении и представлении отчетов по ценным бумагам". Зарегистрировано МЮ РУз 27.04.1999г. N 710. Утверждено Госкомимуществом РУз 24.04.1999г., Министерством Макроэкономики и статистики РУз и Министерством финансов РУз 25.04.1999г.
80. Положение "Об андеррайтинговой деятельности на рынке ценных бумаг". Зарегистрировано МЮ РУз от 28.12.1999г. N860. Утверждено ЦККФРЦБ при Госкомимуществе РУз 21.12.1999г.
81. Положение ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг". Утверждено приказом Генерального директора ЦККФРЦБ РУз при ГКИ от 27.03.2002 г. N2002-06, зарегистрированным МЮ РУз 18.04.2002 г. N1127.
82. Положение "О порядке рассмотрения дел и применения санкций за нарушение законодательства РУз о рынке ценных бумаг". Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ, зарегистрированным МЮ РУз 23.04.2002г. N 1131
83. Положение "О государственных поверенных в акционерных обществах". Приложение N 2 к Постановлению КМ РУз "О мерах по совершенствованию корпоративного управления приватизированными предприятиями" от 19.04.2003г. N 189.
84. Положение "О технических требованиях, предъявляемых к бланкам ценных бумаг". Утверждено Постановлением ЦБ РУз от 27.12.2003г. N 555, зарегистрированным МЮ 17.02.2004г. N 1312.
85. Постановление Правления ЦБ РУз "Об утверждении Положения о технических требованиях, предъявляемых к бланкам ценных бумаг" от 27.12.2003г. N 555. Зарегистрировано МЮ РУз от 17.02.2004г. N 1312.
86. Положение "О Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз".
87. Положение "О порядке совершения и регистрации сделок с ценными бумагами на территории РУз". Приложение N 2 к Постановлению КМ РУз от 08.06.1994 г. N 285.
88. Порядок выпуска и обращения производных ценных бумаг. Зарегистрирован МЮ РУз 02.04.1997г. N 320. Утвержден Гос-

комимуществом РУз 31.03.1997г.

89. Правила предотвращения манипулирования на рынке ценных бумаг. Зарегистрированы МЮ РУз 21.09.1999г. N 820. Утверждены Госкомимуществом РУз 25.06.1999г. N 4/103.
90. Перечень предприятий, в уставном фонде которых сохраняется от 25 до 51 процента акций (долей) в собственности государства. Приложение N 3 и Приложение N 4 к Постановлению КМ РУз от 17.04.2003г. N 185 (с изменениями от 18.02.2004г. N 76).
91. Приложение N 5 к Постановлению КМ РУз от 22.08.1998г. N 361 "Порядок передачи в доверительное управление государственных пакетов акций".

НОРМАТИВНЫЕ АКТЫ ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН

92. 13A Me. Rev. Stat. Ann. §910; Pa. Cons. Stat. §§2541–48.
93. Act of Apr. 4, 1888, ch. 269, 1888 N.J. Laws 385; Act of Apr. 7, 1888, ch. 295, 1888 N.J. Laws 445.
94. Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). <http://ssrn.com>
95. Canada Business Corporation Act. R.S., 1985, c. C-44, s.1; 1994, c. 24, s. 1 (F) <http://www.canada.justice.cg.ca>
96. City Code on Takeovers and Mergers // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol. 11. Part D. Para. D – 001.
97. Delaware General Corporation Law §109. <http://ssrn.com>
98. Delaware General Corporation Law §251(a), (b). <http://ssrn.com>
99. Directive of the European Parliament and of the Council on the Prospectus to be published when Securities are offered to the Public or Admitted to Trading Commission of the European Communities Brussels, 30.05.2001 COM (2001) 280 final. 2001/aaaa (COD).
100. European Community Insider Dealing Directive (OJ Vol. 32, L.334. 11 11.1989) // Sermon G.A., Goebel R.J. European Com-

- munity Law Selected Documents. American Casebook Series. – St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1993.
101. German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.
102. Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) (Wertpapierhandelsgesetz) v. 30.7.1994, Bgbl I, 1749. См.: §3 этого акта.
103. Hart-Scott-Rodino. Antitrust Improvements Act (1976).
104. Insolvency Act 1986 // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol. 111. Part H. Para – H – 000/148.
105. Ministerial Draft of 12 March 2001 of the Future German Securities Purchase and Takeover Act. – Clifford Chance Punder, 2001.
106. New York "Blue Sky" Provisions (Martin Act) of 1921 // Selected Corporation and Partnership, Statutes, Rules and Forms – St. Paul. Minn.: West Publishing Co., 1987.
107. New York Business Corporation Law §601. <http://ssrn.com>
108. Ohio Rev. Code Ann. §1701.59.
109. Recommendations of the Committee on Corporate Governance under M.Vjeno's presidency (in edition of 1995 and 1999), prepared by the Group created by National Council of the French Industry.
110. Regulation of the European Parliament and of the Council on the Application of international accounting Standards (2002/1606/EC), p. 1 O.J. September 11, 2002 (L 243).
111. Revised Model Business Corporation Act. S.8.30(a). – American Law Institute. Principles of Corporate Governance. – S.4.01.
112. Revised Model Business Corporations Act §10.20. <http://ssrn.com>
113. Securities Act 1933. Rule 14(d)–15(a).
114. Securities Exchange Act 1934. Section 13(d).
115. The European Union Council Directive on List of Information obliged to be published by the Company which Stocks are Listed in Stock Exchange. 15.02.1982 (82 / 121).
116. The Code of the Best Practice for the German Corporate Governance, prepared by the German Group on Corporate Govern-

- ance in January 2000. <http://www.rid.ru>
117. The Eight European Union Council Directive on Requirements on Persons Carrying out the Audit of Joint-stock Companies 10.04.1984 (84 / 258).
118. The Forth European Union Council Directive on Accounting 25.07.1978 (78 / 660).
119. The Seventh European Union Council Directive on Consolidated Accounting 13.06.1983 (83 / 349).
120. The Third European Union Council Directive on Mergers of Joint-Stock Companies (OJ C885 09. 10.1978) of 09.10.1978.
121. UK Companies Act 1985. London.HMSO, Reprinted 1995.
122. UK Company Directors Disqualification Act 1986 // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol.111. – Pan H. Para. – H – 000/501.
123. US Securities Act of 1933 // Corporation, Partnerships and Security Law: Selected States? Rules and Forms. – St. Paul. Minn.: West Publishing Co., 1987.
124. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994. № 51-ФЗ.
125. Федеральный Закон РФ "Об акционерных обществах" от 26.12 1995 г. № 208-ФЗ // Российская газета. – М., 29.12.1995. – №248.
126. Федеральный Закон РФ "О рынке ценных бумаг", принят Государственной Думой 20.03.1996г., одобрен Советом Федерации 11.04.1996г. (в ред. Федеральных законов от 26.11.1998 N 182-ФЗ, от 08.07.1999 N 139-ФЗ, от 07.08.2001 N 121-ФЗ, от 28.12.2002 N 185-ФЗ).
127. Закон РФ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений" от 17.06.1998 (в ред. ФЗ от 02.01.2000, N22-ФЗ).
128. Федеральный Закон РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг", принят Государственной Думой 12.02.1999г., одобрен Советом Федерации 18.02.1999г. //Сборник законодательства РФ. –08.03.99. –№ 10.
129. Федеральный Закон РФ "О несостоятельности (банкротстве)". – 2-е изд. – М.: "Ось-89", 2001. – 96 с. (Актуальный закон).

130. Указ Президента РФ "О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера" (в ред. Указа Президента РФ от 09.08.99 N 1022).

КОММЕНТАРИИ К НОРМАТИВНЫМ АКТАМ

131. Блэк Б., Крэкман Р., Тарасова А. Комментарий Федерального Закона об акционерных обществах. Под общей редакцией Тарасовой А.С. – М.: "Лабиринт", 1999. – 720 с.
132. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части второй (постатейный). Изд. 3-е, испр. и доп. / Руководитель авторского коллектива и ответственный редактор Садиков О.Н. – М.: Юридическая фирма КОНТРАКТ; ИНФРА – М, 1998. – 799 с.
133. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный). Изд. 3-е, испр. и доп. / Руководитель авторского коллектива и ответственный редактор Садиков О.Н. – М.: Юридическая фирма КОНТРАКТ; ИНФРА – М, 1998. – XXII, 778 с.
134. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный)/Под руководством д.ю.н., проф. О.Н. Садикова. – М.: Юридическая фирма Контракт; ИНФРА–М, 1997. – XXII. – С.213.
135. Научно-практический комментарий (постатейный) к Федеральному закону "О несостоятельности (банкротстве)" / Под ред. Витрянского В.В. – М.: "Статут", 2003. – 1037 с.
136. Рахманкулов Х.Р. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг Биринчи қисмига умумий тавсиф ва шарҳлар. – I жилд. – Т.: Иқтисодиёт ва ҳуқуқ дунёси, 1997. – 504б.
137. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг Иккинчи қисмига умумий тавсиф ва шарҳлар/ Рахманкулов Х.Р. умумий таҳрири остида. – II жилд. – Т.: Иқтисодиёт ва ҳуқуқ дунёси, 1998. – 426б.

СУДЕБНАЯ ПРАКТИКА

138. Accardi vs. Control Data, 658 F. Supp. 881 (S.D.N.Y 1987),

- rev'd and rem'd, 836 Fed. 2d 126 (2d Cir. 1987)
139. Adcock vs. Firestone Tire & Rubber Co., 616 F. Supp. 409 (D.C. Tenn. 1985), aff'd in part and vacated in part, 822 F. 2d 623 (6th Cir. 1987)
140. Automatic Self-Cleaning Filter Syndicate Co., Ltd. vs. Cunningham: 2 Ch.34 (Великобритания, 1906). <http://ssrn.com>
141. B. E. Tilley vs. Mead Corp., 927 F. 2d 756 (4th Cir. 1991)
142. Blau vs. Del Monte Corp., 748 F. 2d 1348 (9th Cir. 1984)
143. Blessitt vs. Retirement Plan for Employees of Dixie Engin. Co., 817 F. 2d 1528 (11th Cir. 1987) rev'd in part and rem'd 836 F 2d 1571 vacated (11th Cir. 1988) 848 F. 2d 1164 (11th Cir. 1988)
144. Carter Hawley Hales Stores, Inc., No. LA 91-64140-JD (Bankr. C.D. Cal)
145. Charlestown Boot & Shoe Co. vs. Dunsmore: 60 N.H. 85 (США, 1880). <http://ssrn.com>
146. Chateaugay Corp., 115 B.R. 760 (Bankr. S.D.N.Y 1990)
147. Chiarella vs. U.S., 588 F. 2d 1358 (2nd Cir. 1978) certgranted 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L Ed. 2d 348 (1980), (U.S.N.Y 1980) (No. 78-1202)
148. Commissioner vs. Morris Trust, 367 F. 2d 794 (4th Cir. 1966)
149. Credit Managers Ass'n of Southern Cal. vs. Federal Co., 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985)
150. Crowthers McCall Pattern Inc. vs. Lewis et al., 129 B.R. 992 (S.D.N.Y 1991)
151. CTS Corp. vs. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69, 107 S. Ct. 1637, 95 L. Ed. 2d 67 (1987)
152. Delaware General Corporation Law §242(b); Revised Model Business Corporations Act §10.03; NY. Business Corporation Law §803 (a).
153. Dunn vs. Hovic, 1 F. 3d 1362 (3rd Cir. [Virgin Islands] 1993)
154. Edelman vs. Fruehauf Corp., 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986)
155. Edgar vs. MITE Corp., 457 U.S. 624, 102 S. Ct. 2629, 73 L. Ed. 2d 269 (1982)
156. Fall River Dyeing and Finishing Corp. vs. NLRB, 482 U.S. 27, 107 S. Ct. 2225, 96 L Ed. 2d 22 (1987)
157. Federated Dept. Stores, Inc., 132 B. R. 572 (Bankr. S.D. Ohio 1991)

158. Federated Dept. Stores, Inc., 1991 WL 79143 (Bankr. S.D. Ohio 1991)
159. Fisher vs. Horicon Iron & Mfg. Co. // 10 Wis. – 1860. – P.351, 355
160. Gaylord Container Corp., 130 Bankr. 304 (Bankr. E.D. Mo 1991)
161. General Utilities & Operating Co. vs. Helvering, 296 U.S. 200 (1936)
162. Gollust vs. Mendell, 498 U.S. 1023, 112 L. Ed. 2d 662, 111 S. Ct. 669 (1991)
163. Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188A. 2d. 125, Del. (1963).
164. Hanson Trust PLC vs. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985)
165. Holmes vs. Securities Investor Protection Corp., 112 S. Ct. 1311, 117 L. Ed. 2d 532 (U.S. Cal. 1992)
166. In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A-2D 959 (1996)
167. In re Crystal Oil Co., 854 F. 2d 79 (5th Cir. 1988)
168. In re Family Health Services, Inc., 104 BR 279. See: In re Family Health Services, Inc. (Bankr. C. D. Cal. 1989)
169. In re Healthco International, Inc., Securities Litigation 208 B.R. 288, 300 (Bankr. D. Mass, 1997)
170. In re Mobile Communications Corp. of America, Inc. Consol. Litigation, 1992 WI 53379, 608 A 2d 729 (Del. Supr. 1992)
171. In re O'Day Corp., 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991)
172. Indopco, Inc. vs. C.I.R., 112 S. Ct. 1039 (1992)
173. Joseph Angell & Samuel Ames. Treatise on the Law of Private Corporations. Aggregate 1. 10th ed. –1875. – P.231.
174. K.M.C. Co., Inc. vs. Irving Trust Co., 757 F. 2d 752 (6th Cir. 1985)
175. Kaiser Steel Resources, Inc. vs. Pearl Brewing Co., In re Kaiser Steel Corp., 952 F. 2d 1230 (10th Cir. 1991), cert., den'd, 112 S. Ct. 3015, 120 L Ed. 2d 887 (U.S. Colo. 1992)
176. Koopers Co., Inc. vs. American Express Co., 689 F. Supp. 1371 (W. D. Pa 1988)
177. Kupetz vs. Wolf, 845 F. 2d 842 (9th Cir. 1988)
178. Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow vs. Gilbertson, 111 S. Ct. 2773, 115 L Ed. 2d 321 (U.S. Or. 1991)

179. Levinson vs. Basic, Inc., 786 F. 2d 741 (6th Cir. 1986), vacated 485 U.S. 224
180. Litton Industries, Inc. vs. Lehman Brothers Kuhn Loeb Inc., 967 F. 2d 742 (2nd. Cir. 1992)
181. Litwin vs. Allen. 25 NYS 2d 667. Supreme Court (1940).
182. Manson vs. Curtis. 223 N.Y. 313, 322, 119 N.E. 559, 562 (1918).
183. Martin Marietta Corp. vs. Bendix Corp., 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982)
184. Moran vs. Household International Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. 1985)
185. Newark Morning Ledger Co. vs. United States, 113S. Ct. 1670 (1993)
186. Northeast Bancorp. Inc. vs. Board of Governors 472 U.S. 159 (1985)
187. Olin Corporation vs. Federal Trade Commission, 986 F. 2d. 1295 (9th Cir. 1993)
188. Paramount Communications Inc. vs. Time Inc., 517 A. 2d 1140 (Del. 1990)
189. People vs. Assessors of Watertown // 1 Hill. – P.616, 620–621 (N.Y. Sup. Ct., 1841).
190. Pryorv. USX, 806 F. Supp. 460 (S.D.N.Y 1992)
191. QVC Network Inc. vs. Paramount Inc., Viacom Inc., Etal., 637 A-2d 34 (Del. 1994) aff'ing 635 2d 1245 (Del. Ch. 1993)
192. Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. Supr., 506 A. 2d 173 (1986)
193. Riviera Club, Inc., 280 F. Supp. 741 (W.D. Mo 1967)
194. S.E.C. vs. Warde, 97-6190 (2d Cir. 1998)
195. SEC vs. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)
196. Smith vs. Van Gorkom, Del. Supr, 488 A 2d 858 (1985)
197. Southland Corp., 124 B.R. 211 (Bankr. N.D. Tex. 1991)
198. Square D Co. vs. Schneider S.A. SOD., 760 F. Supp. 362 (S.D.N.Y 1991)
199. Strong vs. Rapid, 213 U.S. 419, 29 S. Ct. 521, 53 L Ed. 853 (U.S. Phil. Islands 1909)
200. Texaco Inc. vs. Pennzoil Co., 729 S. W. 2d 768 (Tex. App. 1987), cert, dism'd, 485 U.S. 994, 108 S. Ct. 1305, 99 L. Ed. 2d

- 686 (1988)
201. The Business Roundtable vs. S.E.C., 905 F. 2d (D.C. Cir. 1990) 406
202. Trans World Airlines, 22 Bankr. Ct. Dec 1236 (Bankr. D. Del. 1992)
203. Treadway Companies, Inc. vs. Care Corp., 638 F. 2d 357 (2d Cir. 1980)
204. Trustees of Dartmouth College vs. Woodward. 17 U.S. (4 Wheat.). – 1819. – P.518, 636–637.
205. United States vs. Bestfoods, et al., No. 97-454, 1998 WL 292076 (1998)
206. United States vs. Gleneagles Inv. Co., 565 F. Supp. 556 (M.D. Pa. 1983), 571 F. Supp. 935 (1983), 584 F. Supp. 671 (1984), aff'd sub not. United States vs. Tabor Court Realty Corp., 803 F. 2d 1288 (3d Cir. 1986)
207. United States vs. O'Hagan. 117 S.Ct. 2199, 2211 (1997) (quoting the Eighth Circuit's Opinion in O'Hagan. 92 F.3d at 618).
208. United States vs. Philadelphia National Bank et. al., Bank 374 U.S. 321, 83 S. Ct. 1715, 10 L. Ed. 2d 915 (1963).
209. Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d.946 (Dec.1985).
210. Virginia Bankshares, Inc. vs. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991)
211. Арбитражный суд Ростовской обл.
<http://ugfcsm.aaanet.ru/justice.htm>.
212. Горин Д.К. Выкуп drobных акций у миноритарных акционеров дочерними организациями ТНК суд признал незаконным.
www.lin.ru
213. Долженко А.Н., Резников В.Б., Хохлова Н.Н. Судебная практика по гражданским делам. – М.: ПБОЮЛ Гриженко Е.М., 2001. – 1144 с.
214. Пресс-релиз: иск против "Сургутнефтегаз" (09.03.2004).
<http://www.corp-gov.ru>
215. Сборник постановлений Пленума и Президиума Высшего Хозяйственного Суда РУз. – Т.: Адолат, 2001.
216. Судебная практика к Федеральному Закону "О несостоятельности (банкротстве)" / Составители Лашков С.В. и др. – М.: Спарк, 2003. – 1008 с.

217. Судебная практика по хозяйственным делам / Сост. Ершова Е.В. – М.: Юриспруденция, 2001. – 624 с.
218. Текущий архив Высшего хозяйственного суда РУз за 2001–2003гг.
219. Текущий архив Ташкентского городского суда за 2001–2003гг.
220. Текущий архив Ташкентского городского хозяйственного суда за 2001–2003гг.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ МАТЕРИАЛ

221. Building Institutions for Markets: World Bank Development Report. World Bank. – 2002. – P.68.
222. Carhill Assets Management Company. Отчет: "Деятельность эмитентов должна быть прозрачной". <http://www.review.uz/home/writehtml.asp?id=896>
223. Centre for Tomorrow's Company (CTC). The Inclusive Approach and Business Success: the Research Evidence. – London, 1998.
224. Company Law Reform in OECD member- countries // OECD Report. – 2001.
225. Company Law Reform Steering Group. Modern Company Law for a Competitive Environment: The Strategic Framework. – March 1999. – P.39–46.
226. Corporate Disclosure Obligations. Securities Law Institute. – January 2001. – P.2. <http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html>
227. Corporate Governance in Russia // Troika Dialog Research Report. – 1999. <http://www.troika.ru>.
228. Developments in German Takeovers and Squeeze-Outs // Investment Banking Briefing. – Ashurst Morris Crisp. – April 2002.
229. EBRD Report on Central Asia, 2003. <http://www.ebrd.com>
230. EU Commission. Proposed Takeovers Directive: Question and Answers. – 03.07.2001. <http://euc.com>
231. Modern Company Law for a Competitive Economy. An International Survey of Companies Law in the Commonwealth, North America, Asia and Europe // DTI. – London. – August, 1998. – P.63–68.

232. OECD Principles of Corporate Governance. Organization for Economic Cooperation and Development. – 2004.
233. Proposal for a Fifth Company Law Directive. – O.J., 1983. – P.C240–C242.
234. The Control of Corporate Europe / Barca&Becht (eds.). – 2001. <http://www.ssrn.com>
235. Transition Report 1999 // European Bank for Reconstruction and Development. – London, 1999. – P.42.
236. US Securities Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers. Report of Recommendations. – 1983. – P.XVI ff.
237. Uzbekistan and Kazakhstan – a Tale of two Transition Paths // World Bank Policy Research Working Paper. – November 1, 2000. – №WPS 2472.
238. World's Most Respected Companies // Financial Times Web Site. – December 17, 1999.
239. Внеочередное общее собрание акционеров компании ОАО "Калугаэнерго".
<http://www.ufs.com.ua/news/presshead.php?ReliseID=1769>
240. Глазунов Д. Вопросы корпоративного управления и раскрытия информации в России // Третье заседание круглого стола по вопросам корпоративного управления в России: Роль раскрытия информации в повышении качества корпоративного управления и отчетности. – Москва, 15–16 ноября 2000г. <http://www.russiacorporatelaw/23489/html>
241. Информационно-аналитический бюллетень за 2003г. Госкомимущества РУз "Приватизация и развитие частного сектора экономики". – Т., 2004. <http://www.uzsecurities.com>
242. Отчет о деятельности Госкомимущества РУз за 2003г. <http://www.uzsecurities.com>
243. Проект Федерального Закона РФ "Об инсайдерской информации" <http://www.legislature.ru>
244. Российский институт директоров.
http://www.rid.ru/db.php?db_id=731&l=ru
245. Телюкина М.В. Комментарий к Федеральному Закону "О несостоятельности (банкротстве)". – М.: Юрайт-Издат, 2003. – 591 с. (Профессиональные комментарии).
246. Экспертное заключение на проект Федерального Закона "Об инсайдерской информации":
<http://www.legislature.ru/monitor/raznoe/17685-3ekspfund.html>

СПЕЦИАЛЬНАЯ ЛИТЕРАТУРА

Литература на русском языке

247. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: "Финстатинформ", 1993.
248. Актуальные проблемы гражданского права: сборник статей. Вып. 7 / Под. ред. Шилохвоста. – М.: НОРМА, 2003. – 304 с.
249. Алексеев Г.В. и др. Корпоративные конфликты: причины возникновения и способы преодоления. – М.: УРСЕ, 2002.
250. Андреев В.К. Основы предпринимательского права России. – М., 1992.
251. Бандурин А.В., Зинатулин Л.Ф. Экономико-правовое регулирование деятельности корпораций в России. – М., 1999.
252. Башкинская В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. Правовое регулирование деятельности акционерных обществ. – М., 1999.
253. Белов В.А. Рынок ценных бумаг. – М.: "ИНФРА-М", 1996.
254. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. – М.: "Юринформ", 1996.
255. Белов В.А., Пестерева Е.В. Хозяйственные общества. – М.: АО "Центр ЮрИнфоР", 2002. – 333 с.
256. Беневоленская З.Э. Доверительное управление имуществом в сфере предпринимательства. – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 282 с.
257. Богатых Е.А. Гражданское и торговое право. – М.: "ИНФРА-М", 1996.
258. Братусь С.Н. Юридические лица в советском гражданском праве. – М., 1947.
259. Гафуров Ш.Р., Безбородов А.Г., Хусанов Т.Х., Халбаев Р.А. Процесс акционирования и инвестиционная деятельность. – Т.: Мехнат, 1997. – С.56.
260. Голованов Н.М. Юридические лица. – СПб.: Питер, 2003. – 528 с.
261. Гололобов Д.Б. Акционерное общество против акционера: Противодействие корпоративному шантажу. 2-е. изд., стер. – М.: ЗАО Юстицинформ, 2004. – 312 с.
262. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. –

- М.: "Статут", 2000.
263. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. Изд. 2-е, стереотип. – М.: "Статут", 2001. – 411 с. (классика российской цивилистики).
264. Губина Е.Л. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: Юристъ, 1999.
265. Гулямов С.С. Правовые проблемы корпоративного управления: теория и практика. – Т.: ТГЮИ, 2004.
266. Долгопятова Т.Г. Модели и механизмы корпоративного контроля в российских предприятиях // Серия WP1 (Институциональные проблемы российской экономики). – М.: Препринт, 2002/05. – С.4.
267. Долинская В.В. Акционерное право. – М.: Юридическая литература, 1997.
268. Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право: свобода перемещения компаний в Европейском Сообществе. – М.: Волтерс Клувер, 2004. – 224 с.
269. Жданов Д.В. Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации. Изд. 2-е, перераб. и доп. – М.: "Лекс-книга", 2002. – 303 с.
270. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М, 2001.
271. Ионцев М.Г. Акционерные общества. – М.: "Ось-89", 2002.
272. Ионцев М.Г. Акционерные общества: Правовые основы. Имущественные отношения. Управление и контроль. Защита прав акционеров. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: "Ось-89", 2003. – 752 с.
273. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2003. – 167 с.
274. Иоффе О.С. Обязательственное право. – М.: "Юрид. лит.", 1975.
275. Карагусов Ф.С. Правовое положение акционерного общества в Казахстане. – Алматы, 2000.
276. Карагусов Ф.С. Ценные бумаги и деньги в системе объектов гражданских прав. – Алматы, 2002.
277. Кашанина Т.В. Корпоративное право (Право хозяйственных товариществ и обществ). – М.: НОРМА – ИНФРА - М, 1999.

278. Кибенко Е.Р. Корпоративное право Великобритании. Законодательство. Прецеденты. Комментарии. – Киев: "Юстиниан", 2003. – 368 с.
279. Козлова Н.В. Учредительный договор о создании коммерческих обществ и товариществ. – М., 1994.
280. Коновалов А.В. Владение и владельческая защита в гражданском праве. Изд. 2-е . – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 337 с.
281. Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники/Пер. с англ. Фордхемский ун-т./Под ред. М. Хесселя. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1996.
282. Кулагин М.И. Избранные труды. – М.: Статут (в серии "Классика российской цивилистики"), 1997. – 330 с.
283. Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика. – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 544 с.
284. Лаптев В.В. Акционерное право. – М.: Контракт ИНФРА - М, 1999.
285. Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997.
286. Мейер К. Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода. – М., 1996.
287. Метелева Ю.А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. – М.: Статут, 1999.
288. Нерсесов Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. – М.: "Статут", 1998.
289. Николаева С.А., Шебек С.Б. Корпоративные стандарты: от концепции до конструкции. – М.: Книжный мир, 2003.
290. Осинковский А.Д. Акционер против акционерного общества. – СПб.: ООО "Издательство ДНК", 2003.
291. Пенцов Д.А. Понятие "security" и правовое регулирование фондового рынка США. – СПб: "Юридический центр Пресс", 2003. – 302 с.
292. Петровичева Ю.В. Акционерное законодательство Англии и России: Сравнительно-правовой анализ. – М.: НОРМА, 2002. – 240 с.
293. Писемский П.А. Акционерные компании с точки зрения гражданского права. – М., 1876.

294. Полковников Г.В. Английское право о компаниях: закон и практика. – М.: НИМП, 2002.
295. Правовое обеспечение деятельности акционерного общества/Под ред. Шиткиной И.С. – М.: Фонд "Правовая культура", 1997.
296. Прокудина Л.А., Простова В.Н., Попов А.Д. Участие прокурора в арбитражном процессе по делам о несостоятельности (банкротстве): Научно-практический комментарий. – М.: ООО Издательство "Юрлитинформ", 2001. – 288 с.
297. Пустовалова Е.Ю. Судьба требований кредиторов при банкротстве должника. – М.: "Статут", 2003. – 270 с.
298. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. См.: <http://www.iet.ru>
299. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003. <http://www.iet.ru>.
300. Решетникова И.В., Хинкин П.В., Ярков В.В. Защита прав инвесторов. / Под ред. Яркова В.В. – М.: Деловой экспресс, 1998.
301. Рональд Коуз. Фирма, рынок и право. – М.: Catallaxy, 1993.
302. Саидов А.Х. Сравнительное правоведение (Основные правовые системы современности). – М.: Юристъ, 2000.
303. Семенов А.С., Сизова Ю.С. Корпоративные конфликты. Причины их возникновения и способы преодоления. – М.: Едиториал УРСС, 2002.
304. Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. – М.: Дело, 2002. – С.298.
305. Степанов В.В. Несостоятельность (банкротство) в России, Франции, Англии, Германии. – М.: "Статут", 1999. – 204 с.
306. Суворов Н.С. Об юридических лицах по римскому праву. – М. "Статут", 2000. – 299 с. (Классика российской цивилистики).
307. Сыродоева О.Н. Акционерное право США и России (сравнительный анализ). – М., 1996.
308. Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях. – М.: "Статут", 2000.
309. Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалей В.В. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы). – Минск:

Амалфея, 1999. – С.368.

310. Чарльзворт Дж. Основы законодательства о компаниях. – М., 1958.
311. Чжен В.А. Основы приватизации. – Т.: Шарк, 1996. – 213 с.
312. Шершеневич Г.Ф. Конкурсный процесс. – М.: "Статут", 2000. – 477 с. (Классика российской цивилистики).
313. Шершеневич Г.Ф. Курс гражданского права. – Тула: Автограф, 2001. – 720 с.: ил. (Юридическое наследие).
314. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Т.I.: Введение. Торговые деятели. – М.: "Статут", 2003. – 480 с. (Классика российской цивилистики).
315. Шиткина И.С. Правовое регулирование деятельности коммерческих организаций внутренними (локальными) документами. Комплект внутренних документов акционерного общества. – М.: "Городец-Издат", 2003. – 432 с.
316. Шиткина И.Э. Холдинги: Правовой и управленческий аспекты. – М.: ООО "Городец-Издат", 2003. – 368 с.
317. Юлдашбаева Л.Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). – М.: "Статут", 1999.

Литература на иностранных языках

318. Abram Chayes. The Modern Corporation and the Rule of Law: The Corporation and Modern Society / E. Mason. 25 ed. – 1959. – P.41.
319. Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. – Modern Library ed. – 1937. – P.699–700.
320. Adam Smith. The Wealth of Nations. – Book 5. – Chapter 1. – Part 3. – Art. 1. – 1776.
321. Adams H.C. Relation of the State to Industrial Action / J. Dorfman ed. – 1954. – P.33.
322. Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – NY: Macmillan, 1932.
323. Adolph A. Berle. Power without Property: a New Development in American Political Economy. – Boston, 1959. – P.107–110.
324. Alchian A.A., Kessel R.A. Competition, Monopoly and the Pursuit of Pecuniary Gain // Aspects of Labour Economics. – Prince-

- ton, National Bureau of Economic Research. – 1962.
325. Alen F., Gale D. Comparing Financial Systems. – Cambridge: MIT Press, 2000. – P.67.
326. Alfred D. Chandler, Jr. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. – 1977. – P.381–483.
327. Andrew Adams, Adrian FitzGerald, Jamie Rollo. The New Insider Dealing Legislation – a Confusing Outcome. – 1996. <http://www.ssrn.com>
328. Andrew Shonfield. Modern Capitalism: the Changing Balance of Public and Private Power. – Washington, 1967.
329. Auerbach Alan J. Mergers and Acquisitions. – NY, 1988. – P.137.
330. Barca F. and Becht M. The Control of Corporate Europe. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.85.
331. Barker E. Introduction // Gierke O. Natural Law and the Theory of Society: 1500 to 1800/Translated by Barker E. – Cambridge: Cambridge University Press, 1958.
332. Bebchuk L. and Ferrel A. Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers // NBER Working Paper. – 1999. – №7232. – P.21.
333. Bedeian A. and Zamnuto R. Organizations: Theory and Design. – Dryden, Chicago, 1991. – P.9.
334. Begg P.F.C. Corporate Acquisitions and Mergers. – 1991. – P.2.1ff.
335. Beinert Dieter. Corporate Acquisitions and Mergers in Germany. – 3rd ed. – The Hague: Kluwer Law International, 2000. – P.59.
336. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.
337. Blair M.M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995.
338. Blasi J. and Shleifer A. Corporate Governance in Central Europe and Russia. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – P.80.
339. Blasi J. and Shleifer A. Corporate Governance in Russia – An Initial Look / Frydman R., Gray C.W. and Rapaczynski A. (eds.) //

- Corporate Governance in Central Europe and Russia. Vol. 2: Insiders and the State. – Budapest/London/New York, 1996. – P.78–108.
340. Boycko S., Shleifer A. and Vishny R. Privatizing in Russia. – Cambridge: MIT Press, 1996.
341. Brain R. Cheffins. Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the UK. <http://ssrn.com>
342. Burkart M. Economics of Takeover Regulation // Stockholm Institute of Transition Economics (SITE). Staff Papers. – December, 1999. – №6. – P.17.
343. Chamberlain Neil. Social Strategy and Corporate Structure. – NY: Macmillian Press, 1982. – P.15.
344. Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Oxford: Clarendon, 1994.
345. Cheryl Gray. In Search of Owners: Privatization and Corporate Governance in Transition Economies // World Bank Res. Observer. – 1996. – №11. – P.179–188.
346. Christensen Jan-Schans. Contested Takeovers in Danish Law. – Boston, 1991. – P.21.
347. Christian Leuz Felix Oberholzer-Gee. Institutions Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency // Wharton. Financial Institutions Center. – University of Pennsylvania. – May 2003. <http://www.ssrn.com>
348. Chubais A. and Vishnevskaya A. Privatization in Russia: An Overview. – NY: St. Martins Press, 1994.
349. Coffee J. Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure // Working Paper. Columbia Law School. – NY, 2000. – No.158.
350. Columbia Law and Economics Working Paper. – May 2000.– No.174. – P.16.
351. Commons Dorman L. Tender Offer. The Sneak Attack in Corporate Takeovers. – 1985. – P.67.
352. Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988. – P.149.
353. Daines Robert. Do Staggered Boards affect Firm Value? Takeover Defenses after the Poison Pill. – Mimeo. New York University Law School. – 2001. – P.33.

354. David Millon. Communitarianism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies, in *Progressive Corporate Law / Lawrence E. Mitchell ed.* – 1995. – P.1.
355. De Jong, Henk W. European Capitalism between Freedom and Social Justice / William Bratton et al. (eds.). *International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives of Economic Regulation in Europe and the United States.* – Oxford: Clarendon Press, 1996. – P.185–206.
356. Deakin S., Slinger G. Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm // *Journal of Law and Society.* – 1997. – №24(1). – P.124–151.
357. Earle J.S., Estrin S. After Voucher Privatisation: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry // *Stockholm Institute of Transitional Economics. Working Paper.* – №120. – 1997. <http://www.ssrn.com>
358. Easterbrook F. and Fischel D. *The Economic Structure of Corporate Law.* – Cambridge: Harvard University Press, 1991. – P.216.
359. Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P.285.
360. Edward Mason. *The Corporation in Modern Society.* – NY, 1959.
361. Elif Kaban. Shares, Guns and Bodyguards in Russia's Courts // Reuters (LEXIS). News Library. Wires File. – NY, 1995. <http://www.reuters/lexis/newslibrary/wiresfile/html>
362. Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. *State Takeover Statutes: A Fifty State Survey.* – 1989. – P.69.
363. Ernest Freund. *The Legal Nature of Corporations.* – 1897. – P.52–55.
364. Etzioni A. *A Comparative Analysis of Complex Organisations.* – NY: Free Press, 1975.
365. Farrar J.H. and Hannigan B.M. *Farrar's Company Law.* – London: Butterworths, 1998. – P.98.
366. Fox Merritt and Joseph Heller. *Lessons from Fiaskos in Russian Corporate Governance.* – 1999. – P.40. <http://papers.ssrn.com>.
367. Frank Easterbrook & Daniel R. Fischer. *The Economic Struc-*

- ture of Corporate Law. – 1991
368. Franks J. and Mayer C. Ownership and Control in Germany // Working Paper. London Business School. – 1994. – P.43.
369. Franks J.R. and Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence // IFA Working Paper. – 1994. – P.165–192.
370. French H.L. International Law of Takeovers and Mergers. – 1986. – P.68f.
371. Friedman M. Capitalism and Freedom. – Chicago: Chicago University Press, 1962.
372. Frydman R. The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States. – Budapest: Central European Press, 1993. – P.55.
373. Georgen Mark and Renneboog Luc. Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids // Working Paper. – 4 February 2002. – P.16–17.
374. Gorton G., Schmid F. Universal banking and the Performance of German Firms. – Cambridge–Massachusetts NBER. – 1996. – P.WP5453.
375. Gower L.C.B. The Principles of Modern Company Law. – London: Stevens, 1954. – P. 367.
376. Grossman S., Hart O. The Costs and Benefits of Ownership. – 1986. – P.652.
377. Gugler K. Corporate Governance and Economic Performance. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.391.
378. Hart H.L.A. The Concept of Law. – Oxford: Oxford University Press, 1961. – P.42.
379. Hart O. Firms, Contracts and Financial Structure. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – P.152.
380. Hayek F.A. The Corporation in a Democratic Society: in whose Interest ought it and will it be Run? / Ansoff H.I. Business Strategy. – Penguin: Harmondsworth, 1969.
381. Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. – 1995. – P.348.
382. Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. – P.34.
383. Henn H.G., Alexander J.R. Laws of Corporations. – 1983. – P.844.

384. Henry Hansmann and Reinier Kraakman. The Essential Role of Organizational Law // Yale Law School and Harvard Law School. Working Paper. – Chicago, 1999.
385. Henry Hansmann. Probleme von Kollektiventscheidungen und Theorie der Firma. Folgerungen für die Arbeitnehmermitbestimmung / Claus Ott and Hans-Bernd Schäfer, editors. – Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993. – P.287–305.
386. Henry O. Taylor. A Treatise on the Law of Private Corporations Having Capital Stock. – IV. – 1884.
387. Himmelberg Charles P., Glenn Hubbard R. and Inessa Love. Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital. – Mimeo: Columbia University, 2001.
388. Holmstrom B. and Tirole J. The Theory of the Firm // Schmalensee R. and Willig R.D. (eds.). Handbook of Industrial Organisation. – Vol. 1. – North-Holland, 1991. – P.306.
389. Höpner M. and Jackson G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance // MIPIFG Discussion Paper. – 2001. – № 01/4. – P.9.
390. Hopt K., Wymeersch E. European Takeovers – Law and Practice. – 1992. – P.83.
391. J. Paul Carey and Jeffrey P. Parker. Improving Corporate Transparency: More Data is NOT the Answer.<http://www.ccbn.com>
392. J. Willard Hurst. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970. – 1970. – P.33–36;
393. Jay W. Lorsch & Elizabeth Maciver. Pawn or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. – 1989. – P.17–18.
394. Jeffrey N. Gordon. Economic Nationalism and Corporate Governance: German Shareholder Capitalism in the European Union // Working Paper. – 2003. – P.151.
395. John Farrar. Globalisation, the New Financial Architecture and Effective Corporate Governance // Corporate Governance in Australia and New Zealand. – 2001. – Chapter 34. – P.429.
396. Kaen Fred R. A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value. – NY: Amacom, 2003. – P.985.

397. Kaplan L. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. – NY, 1993. – P.13.
398. Kay J., Silberston A. Corporate Governance // National Institute Economic Review. – 1995. – №84(August). – P.84–97.
399. Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P.438.
400. Keynes J.M. The General Theory of Employment. Interest and Money. – London: Macmillan, 1936.
401. Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. Börsenreform – Eine Ökonomische, Rechtsvergleichende und Rechtspolitische Untersuchung. – 1997. – P.995, 1003.
402. Köke J. Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes and Consequences // ZEW Discussion Paper.– Mannheim, 2001. – No. 00–67.
403. Kuznetsov P., Muravyev A. Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market// Economics Education and Research Consortium. – Working Paper Series. – Working Paper No 01/10. – 2001. –P. 6.
404. Laura Nyantung Beny. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement: International Evidence. – 2002. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ (The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series), а также: <http://ssrn.com/abstract=304383>
405. Lawrence Friedman. A History of American Law. 2d ed. – 1985. – P.194–198.
406. Lawrence J. White. Competition versus Harmonization – An Overview of International Regulation of Financial Services, International Financial Markets / Claude E. Barfield ed. – 1996. – P.5.
407. Lucian Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Berkeley Olin Program. Law & Economics. – Working Paper Series (University of California, Berkeley). – Paper №86. – 2003. <http://repositories.cdlib.org/blewp/art86>
408. Luigi Zingales. Corporate Governance. The New Paradigm Dictionary of Economics and the Law. – Boston, 1997. – P.89.

409. Manne, Henry G. *Insider Trading and the Stock Market*. – NY: The Free Press, 1966.
410. Marris R. *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*. – London: Macmillan, 1964.
411. Mayson S.W., French D., Ryan C.L. *Company Law*. – London: Blackstone Press, 1994.
412. Merritt B. Fox. *Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy*. – Michigan, 1987. – P.282–287.
413. Michael J. Treveline. *A Policy Based Definition – Insider Trading // Graduate Seminar: Current Issues in Securities Regulation*. – 1991. <http://www.ssrn.com>
414. Michael Klausner. *Institutional Shareholders' Split Personality on Corporate Governance: Active in Proxies, Passive in IPOs // Stanford Law and Economics Olin Working Paper*. – No.225. – November 2001. – P.87.
415. Michael T. Jacobs. *Short-term America: the Causes and Cures of our Business Myopia*. – 1991. – P.137.
416. Michel Albert. *Capitalism vs. Capitalism*. – 1993. – P.169–190.
417. Miller G. *Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England / The Sloan Project on Corporate Governance. Corporate Governance Today*. – Columbia Law School. – 1998. – P.629–648.
418. Morton J. Horwitz. *The Transformation of American Law 1870–1960*. – Boston, 1992. – P.65–107.
419. Nichols T. *Ownership, Control, and Ideology*. – London: Allen & Unwin, 1969.
420. Oliver E. Williamson. *The Mechanisms of Governance*. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – P.11.
421. *Palmers Company Law*. – London: Sweet & Maxwell, 1994. – P.D0020.
422. Paul G. Mahoney. *Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations // Working Paper. University of Virginia School of Law*. – 1999. – P.46.
423. Pistor Katharina, Keinan Yoram, Kleinheisterkamp Jan & Mark D. West. *The Evolution of Corporate Law: A Cross Country Comparison // Columbia Law School. The Center for Law and Eco-*

- conomic Studies. Working Paper. – No. 232. www.ssrn.com
424. Plender J. A Stakeholder in the Future: the Stakeholding Solution. – London: Nicholas Brearley, 1997.
425. Porter M. Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry / D. Chew (ed.). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems – A Comparison of the US, Japan and Europe. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P. 48.
426. Prindl A. and Prodhon B. The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance // The Association of Corporate Treasurers. – London: Blackwell, 1994.
427. Reinhard H. Smith and Gerald Spindler. Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. A Comment on Bebchuk and Roe // The Johann Wolfgang Goethe-Universität Working Paper Series. Finance and Accounting. – 1999. – No. 27. – P.14.
428. Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. – Chicago: Chicago Press, 1996. – P.447–466.
429. Robert Bushman, Joseph Piotroski. What Determines Corporate Transparency? – January 2003. <http://www.ssrn.com>
430. Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers Inc., 1986. – P.532.
431. Roe Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Columbia Law School. The Center of Law and Economic Studies. Working Paper. – 2000. – P.155.
432. Roman Frydman, Marek Hessel and Andrzej Rapaczynski. Why Ownership Matters? // Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe. – Working Paper. – April 1988.
433. Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Lifetime Employment in Japan: Labor Peace and Corporate Governance. Corporate Governance Today. – NY: Columbia Law School, 1998. – P.67.
434. Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization // John M (ed.). Olin Program in Law and Economics. – 1993. – No. 97. – P.89.
435. Schmid Frank A. and Mark Wahrenburg. Mergers and Acquisi-

- tions in Germany // Working Paper. Johann Wolfgang Goethe-University. – Frankfurt, 2002. – P.76.
<http://frankschmid.com/mergers.pdf>
436. Shiller R.J. Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends / R.J. Shiller (ed.). Market Volatility. – Cambridge: The MIT Press, 1989.
437. Shleifer A. A Survey of Corporate Governance. – 1989. – P.10.
438. Sternberg E. Corporate Governance: Accountability in the Marketplace // The Institute of Economic Affairs. – London, 1998;
439. Steven Huddart, John S. Hughes, Michael Williams. Incentives for Public Disclosure by Corporate Insiders. – April 5, 2001.
<http://www.smeal.psu.edu/faculty/huddart>
440. Stewart J. Schwarn and Randall S. Thomas. Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions // S. Estreicher (ed.). Employee Representation in the Emerging Workplace: Alternatives/Supplements to Collective Bargaining. – 1998. – P.164.
441. Stiglitz J. Some Theoretical Aspects of the Privatization: Applications to Eastern Europe // Mario Baldassari, Luigi Paganetto and Edmund S. Phillips (eds.). Privatization Processes in Eastern Europe. – United Kingdom: MacMillan Press, 1993. –P.263.
442. Stiglitz J.E. Quis Custodiet Ipsos Custodes? // Corporate Governance Failures in the Transition. Paper presented at the Annual Bank Conference on Development Economics. – The World Bank. – Washington D.C. – 1999.
443. Stokes M. Company Law and Legal Theory / Twining W. (ed). Legal Theory and the Common Law. – Oxford: Basil Blackwell, 1986. – P.155, 162.
444. Swanson, Diane L. Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1999. – №24(3)(July). – P.506–521.
445. Tankred G. Golenpolsky, Robert Johnstone & Vladimir Kashin. Doing Business in Russia / Linda Pickham ed. 2d ed. – 1996.
446. Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. – 1998. – P.2.
447. Tricker R.I. Corporate Governance. Dartmouth Publishing

- Company. – England: Aldershot, 2000. – P.248.
448. Van der Elst C. De remuneratie van de raad van bestuur van de BEL-20 Vennootschappen // Working Paper. Ghent University. – Ghent, 1997. – P.21.
449. Venkat R. Eleswarapu, Kumar Venkataraman. The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis. – 2003. http://business.baylor.edu/J_Martin/Tff2001/Publications.htm
450. Victor Morawetz. A Treatise on the Law of Private Corporations. – III. – 2d ed. – 1886.
451. Warren R.C. Corporate Governance and Accountability. – Bromborough: Liverpool Academic Press, 2000. – P.18.
452. Weston Fred J., Chung Kwang S., Hoag Susan E. Mergers, Restructuring, and Corporate Control. – 1990. – P.8.
453. Weston J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. – 3rd ed. – Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall, 2001. – P.56.
454. Willer D. Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia // Centre for Economic Performance Discussion Paper. – №343. – London School of Economics, 1997.
455. William Letwin. Law and Economic Policy in America. – NY, 1965. – P.65.
456. William M. Gouge. Short History of Paper Money and Banking in the United States. 2d ed. – 1935. – P.17.
457. William W. Cook. Treatise on Stock and Stockholders, Bonds, Mortgages, and General Corporation Law. 3rd ed. – 1894. – P.270–275.
458. Zeckhauser Richard J. and John Pound. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. Glenn (ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investments. – Chicago: University of Chicago Press, 1990. – P.III.

УЧЕБНИКИ И УЧЕБНЫЕ ПОСОБИЯ

459. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М., 2000.
460. Бусыгин А.В. Предпринимательство: Основной курс: Учеб-

- ник. – В 2 кн. – М.: Интерпрамс, 1994.
461. Гавриленко В.Г., Ялевич Н.И. Объекты гражданских прав: Юридический справочник. – Мн., 1999.
462. Гражданское право: в 2 т. – Том I: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: Издательство БЕК, 2002. – 816 с.
463. Гражданское право: в 2 т. – Том II: – Полутом 1: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: БЕК, 2002. – 704 с.
464. Гражданское право: в 2 т. – Том II: – Полутом 2: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: БЕК, 2002. – 544 с.
465. Гражданское право: Общая часть: Учебное пособие/ В.А.Витушко и др. Под ред. В.А.Витушко. – Мн.: БГЭУ, 1998.
466. Гражданское право: Учебник. – Т.1/Под ред. М.М.Агаркова и Д.М. Генкина. – М., 1944.
467. Гражданское право: Учебник. – В 2 т. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: "БЕК", 2002.
468. Гражданское право: Учебник. – Ч. I. Изд. 3-е, перераб. и доп./ Под ред. А.П.Сергеева, Ю.К.Толстого. – М.: Проспект, 1999.
469. Долинская В.В. Акционерное право: Учебник. – М.: "Юридическая литература", 1997.
470. Жамен С., Лакур Л. Торговое право: Учебное пособие/Пер. с франц. – М.: "Международные отношения", 1993.
471. Ивасенко А.Г. Основные понятия фондового рынка: Учебное пособие. – Новосибирск–Москва: "Вузовская книга", 1997.
472. Кашанина Т.В. Корпоративное право: Учебник. – М.: "ИНФРА-М.", 1999.
473. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М.: "Юристь", 2000.
474. Козлова Н.В. Понятие и сущность юридического лица: очерк истории и теории: Учебное пособие. – М.: "Статут", 2003. – 318 с.
475. Крупко С.И. Инвестиционные споры между государством и иностранным инвестором: Учебно-практическое пособие. – М.: "БЕК", 2002.

476. Рахманкулов Х.Р., Гулямов С.С. Корпоративное право: Учебник. – Т.: ТГЮИ, 2004.
477. Рахманов Аъзамжон, Рахманов Абдумухтар. Исламское право: Учебник. – Т.: ТГЮИ, 2003.
478. Романов А.К. Правовая система Англии: Учебное пособие. – М.: Дело, 2000. – 344 с.
479. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: "Финансы и статистика", 1996.
480. Свердлык Г.А., Страунинг Э.Л. Защита и самозащита гражданских прав: Учебное пособие. – М.: "Лекс-Книга", 2002.
481. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: Российская практика: Учебник. – М.: "Перспектива", 1997.
482. Тотьев К.Ю. Конкурентное право (Правовое регулирование конкуренции). Учебник. – М.: Издательство РДЛ, 2000. – 352 с.
483. Тынель А., Функ Я., Хвалей В. Курс международного торгового права: Учебник. 2-е изд. – Мн.: "Амалфея", 2000.
484. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: "Юристь", 1999.
485. Хвостов В.М. Система римского права: Учебник. – М.: Спарк, 1996.
486. Ценные бумаги: Учебник. Изд. второе, перераб. и доп. – М.: "Финансы и статистика", 2000.
487. Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права (по изд. 1914г). – М.: Фирма "Спарк", 1994.
488. Эннекцерус Л. Курс германского гражданского права. – Т.1. – Полутом 1. – М., 1949.
489. Юн. Г.Б., Таль. Г.К., Григорьев В.В. Внешнее управление на несостоятельном предприятии: Учеб. – практ.пособие. – М.: Дело, 2003. – 656 с.

СТАТЬИ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

490. Адамович Г.Л. Неравенство между акционерами и правовые аспекты его нивелирования // Юрист. – 2002. – №9.
491. Андреев Ю. Имущественные споры с участием акционеров // Российская юстиция. – 1998. – № 4.
492. Анохин В., Асташкина Е. Теория и практика гражданско-

- правовых способов защиты прав акционеров // Хозяйство и право. – 2003. – №8.
493. Асосков А.В. Акционерное законодательство Европейского союза // Юридический мир. – 1998. – июль.
494. Белов В. А. Черный бизнес "зеленых почтальонов" // Эж-Юрист. – 2002. – № 42.
495. Валеев Д. Защита прав миноритарных акционеров в корпоративных конфликтах // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №1.
496. Валеев Д., Яковенко А. Внедрение информационных технологий в практику корпоративных отношений РУз // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №3.
497. Виноградская Н.Ф. О подведомственности корпоративных споров // Арбитражная практика. – 2003.– №8.
498. Виноградская Н.Ф., Якимов А.А. К вопросу о подведомственности корпоративных споров в новом Арбитражном процессуальном кодексе Российской Федерации // Вестник ВАС РФ. – 2003. – №8.
499. Владимирова В.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999.– № 1.
500. Власов В.И., Крапивин О.М. Защита прав при продаже акций акционерного общества//Гражданин и право. – Май, июнь 2001г. – №5-6.
501. Волков В. Причины и логика корпоративных конфликтов // Top Manager. – 2003. – №29.
502. Вохидов М.М. Гулямов С.С. К проблеме имплементации принципа фидуциарной ответственности в странах неангло-американской системы права // Общественные науки Узбекистана. – 2003. – №6.
503. Вохидов М.М. Имплементация правовых реформ германской модели корпоративного управления в законодательство РУз // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №2.
504. Голиней А.И. Проблемы адаптации "команды захвата" к предприятию-цели // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
505. Граник Ирина. Дума хочет бороться с захватчиками // Корпоративное управление в России. – 2003. <http://www.corp-gov.ru>

506. Гулямов С.С. Акциадорлик жамияти: муаммо ва ечимлари // *Ҳаёт ва қонун*. – 2004. – №5.
507. Гулямов С.С. Задачи совершенствования системы корпоративного управления в Узбекистане // *Материалы научно-практической конференции "Корпоративное управление в Узбекистане: формирование и развитие в условиях демонополизации"*. – Т.: ИИЦНАБАУ, 2004.
508. Гулямов С.С. К проблеме обеспечения прав акционеров при поглощениях в РУз и РФ // *Материалы международного симпозиума "Судебно-правовая реформа в Узбекистане"*. – Т.: ТГЮИ, 2004.
509. Гулямов С.С. Концепция корпоративного права // *Сборник кафедральных чтений "Частное право: актуальные проблемы гражданского права"*. – Т.: ТГЮИ, 2004.
510. Гулямов С.С. Корпоратив бошқарув моделлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини таъминлаш муаммолари // *Давлат ва ҳуқук*. – 2004. – №3 (20).
511. Гулямов С.С. Модели корпоративного управления и проблемы обеспечения прав акционеров // *Обзор законодательства Узбекистана*. – 2004. – №2.
512. Гулямов С.С. Нарушения имущественных интересов акционеров в случаях инсайдерских сделок // *Вестник Каракалпакского отделения АН РУз*. – 2004. – №5-6.
513. Гулямов С.С. Некоторые проблемы правового обеспечения деятельности корпораций в сфере торговли // *Материалы научно-практической конференции "Бозор иқтисодиёти шароитида савдо мунасобатларини ҳуқуқий таъминлаш муаммолари"*. – Т.: ТГЮИ, 2004.
514. Гулямов С.С. О концепции правового статуса акционеров в корпорации // *Общественные науки Узбекистана*. – 2004. – №2-3.
515. Гулямов С.С. О правовом механизме обеспечения раскрытия информации в корпоративном управлении (по законодательству РФ и РУз) // *Хозяйство и право*. – 2004. – №7.
516. Гулямов С.С. Отчетность как метод защиты прав акционеров в корпоративном управлении // *Иқтисод ва таълим*. – 2004. – №1.

517. Гулямов С.С. Понятие "корпорации" в правовой и экономической науке // Давлат ва ҳуқуқ. – 2004. – №3 (19).
518. Гулямов С.С. Права акционеров в Узбекистане: законодательная регламентация и защита // Хозяйство и право. – 2004. – №12.
519. Гулямов С.С. Права акционеров и их защита по законодательству Республики Узбекистан // Информационный журнал "Наше право". – 2004. – №2.
520. Гулямов С.С. Правовая сущность корпоративных отношений и "агентская проблема" // Общественные науки Узбекистана. – 2004. – №4.
521. Гулямов С.С. Правовое регулирование поглощений в США // Иқтисод ва таълим. – 2004. – №2.
522. Гулямов С.С. Правовые основы организации управления акционерным обществом // Материалы научно-практической конференции "Корпоративное управление в Узбекистане: формирование и развитие в условиях демонополизации". – Т.: ИИЦНАБАУ, 2004.
523. Девликамов А.А. Решение общего собрания акционеров принято, как его теперь исполнить? // Юрист. – 2002. – №4.
524. Дубинчин А.А. Реформа процессуального законодательства и ее влияние на тактику враждебных поглощений в России // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
525. Еременко В. Судебное обращение взыскания на акции и враждебные поглощения // Слияния и поглощения. – 2003. – № 2.
526. Жученко А.А., Пугачев А.И. Определение итогов голосования на собрании акционеров // Юрист. – 2003. – №2.
527. Звоненко Д.П. Реорганизация акционерного общества: права заинтересованных лиц.
<http://www.krikunov.ru/publications/prensa.html>
528. Зинченко С., Казаченский С., Зинченко О. Акционерное законодательство: испытание практикой // Хозяйство и право. – 1998. – № 10.
529. Зинченко С.А., Галлов В.В. Правовая природа имущественной основы корпоративных коммерческих организаций // Северо-Кавказский юридический вестник. – 2002. – № 3.
530. Ильченко А.Л. Правовое понятие слияния коммерческих

- организаций и значение проблемы слияния в России // Юрист. – 2001. – №3.
531. Ионцев М. Игроки рынка слияний и поглощений // Слияния и поглощения. – 2003. – №5 – 6.
532. Ионцев М.Г. Блокировка акций. Держатели крупных пакетов могут не беспокоиться // Слияния и поглощения. – 2003. – №4.
533. Калинин М.Н. Корпоративный конфликт глазами регистратора // Акционерное общество.
534. Караходжаева Ш. Внедрение международных стандартов раскрытия информации акционерными обществами в законодательство РУз // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №2.
535. Карулин С.В. Некоторые примеры использования судебных актов и постановлений в корпоративных конфликтах // Акционерное общество. – 2003. – №3.
536. Карулин С.В. Участие судебного пристава-исполнителя в корпоративных конфликтах // Акционерное общество. – 2003. – №4.
537. Катаганов Р.Х. Слияния и поглощения акционерных компаний, как один из механизмов корпоративного управления, их влияние на защиту прав акционеров // Сборник научных трудов: Серия "Экономика". – Вып. 6. – Ставрополь: СевКав-ГТУ, 2002. – С.109.
538. Кашин С. Правила корпоративного боя // Секрет фирмы. – 2003. – №6.
539. Кондратов Н. О некоторых особенностях практического применения Федерального Закона "Об акционерных обществах" // Хозяйство и право. – 1998. – № 9–10.
540. Корман В.И. О согласовании правовых норм, регулирующих хозяйственные отношения // Антология уральской цивилистики. – М.: "Статут"; 2001.
541. Коровайко А. Договоры слияния и присоединения хозяйственных обществ // Хозяйство и право. – 2001. – №2.
542. Корпоративное управление в России // Вестник 2001г. – М., 2001.
543. Котова М.Д. О роли независимых членов наблюдательного совета акционерных обществ // Обзор законодательства Уз-

- бекистана. – 2004. – №2.
544. Кравченко Р. Охрана прав акционеров на информацию в процессе корпоративного управления // Юрист. – 2002. – №5.
545. Кравченко Р. Судебная и внесудебная защита прав акционеров (Корпоративное законодательство в США) // Журнал для акционеров. – 2001. – №3.
546. Курбанов Р. О правовых нормах признания сделок с заинтересованностью недействительными // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №3.
547. Левенчук Анатолий. Поправки к Закону "О рынке ценных бумаг" по уточнению понятия "раскрытие информации". <http://www.ice.ru/exp/19983>
548. Ломакин Д.В. Право акционера на дивиденд: понятие, порядок осуществления//Законодательство. – 1998. – № 8.
549. Ломидзе О., Ломидзе Э. Крупные сделки хозяйственных обществ: проблемы правового регулирования // Хозяйство и право. – 2003. – №1.
550. Лысихин И. Как защитить свои права: Корпоративная борьба//Рынок ценных бумаг. – 1999. – №4.
551. Макаров Д.А. О некоторых правовых вопросах, связанных с проведением общих собраний акционеров//Журнал российского права. – Сентябрь 2001г. – № 9.
552. Маковский А. Крупные сделки и порядок одобрения их акционерным обществом // Хозяйство и право. – 2003. – №5.
553. Мейер К. Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода // Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. – М., 1996.
554. Метелева Ю. Право акционера на дивиденд//Хозяйство и право. – 1998. – № 7.
555. Молотников А. Е. Махинации при совершении сделок с акциями // Директор info. – 2003. – №3.
556. Молотников А. Е. Поглощение компаний. Обзор методов и средств // Директор info. – 2001. – №14.
557. Молотников А. Е. Поглощение компаний. Обзор методов и средств // Директор info. – 2001. – №14.
558. Молотников А. Е. Удержание предприятия-цели после его

- захвата // Слияния и поглощения. – 2003. – №3.
559. Молотников А. Е. Оспаривание сделок общества в интересах гринмэйлера // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5-6.
560. Молотников А.Е., Некоторые теоретические аспекты поглощения.
561. Мысловский Е. Акционерные пираньи // Российская Федерация сегодня. – 2002. – №7.
562. Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения: почему защищаться от недружественного нападения нужно всегда, а не тогда, когда оно уже началось // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
563. Носов С.И. Вопросы совершенствования российского акционерного законодательства//Журнал российского права. – Январь 2001г. – №1.
564. Осинковский А. Д. Защита нарушенного права собственности на бездокументарные ценные бумаги // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5 – 6.
565. Осинковский А.Д. Как не дать скупить компанию // Директор info. – 2002. – №4.
566. Осинковский А.Д. Корпоративные конфликты и корпоративные отношения // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №12.
567. Осинковский А.Д. Корпоративные конфликты. Проблемы эмиссии акций // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 24.
568. Осинковский А.Д. Манипуляции с реестром // Директор info. – 2002. – №21.
569. Осипенко О. Современный корпоративный конфликт (природа, границы, разновидности, способы регулирования) // Вопросы экономики. – 2003. – № 10.
570. Осипенко О.В. Владельцы и менеджеры компаний: проблема конфликта интересов в сделках M&A в России // Слияния и поглощения. – 2003. – № 4.
571. Осипенко О.В. Корпоративная контратака: выявление и использование "болевых точек" компании-агрессора // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5 – 6.
572. Осипенко О.В. Параллельные органы управления акционерного общества в корпоративных конфликтах // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.

573. Осокина Г. Косвенные иски: реальность или фикция // *Хозяйство и право*. – 2001. – №1.
574. Плахин А.А. Управление в акционерных обществах: Российское законодательство и зарубежная корпоративная практика//*Законодательство*. – 1997. – № 3.
575. Попова Е., Попов Е. Корпоративная вуаль // *Хозяйство и право*. – 2002. – №12.
576. Правительство РФ не поддерживает законопроект "Об инсайдерской информации". <http://www.opes.ru/news.asp> (на страничке: Экспертный канал "Открытая экономика").
577. Пустынникова Ю. Конфликт собственников - возможности урегулирования // *Журнал для акционеров*. – 2003. – №5.
578. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Институт экономики переходного периода // *Научные труды*. – М., 2002. – №43. – С.59. www.iet.ru
579. Радыгин А.Д. Основные направления реформы и практические рекомендации. – 2001. http://www.nasledie.ru/ipravo/20_9/kniga1/3.html
580. Разоренов Н. Банкротство как способ возврата предприятия-цели прежнему владельцу // *Слияния и поглощения*. – 2003. – № 5 – 6.
581. Рахманкулов Х. О принципах корпоративного права // *Обзор законодательства Узбекистана*. – 2004. – №1.
582. Рациборинская К.Н, "Слияние", "поглощение" и "разделение компаний" в свете российского права и права ЕС: соотношение понятий // *Юрист*. – 2003. – №9.
583. Савиков А. Обеспечение и защита права приобретателя акций на участие в общем собрании акционеров // *Хозяйство и право*. – 2003. – №2.
584. Семенов А.С. Агрессивное поглощение // *Акционерное общество*. – 2003. – №3.
585. Скуратовский М. Л. Основные способы защиты прав акционеров // *Арбитражная практика*. – 2001. – № 8.
586. Старицкий Д. Черный ПИАР в корпоративных конфликтах. ПИАР подкрался незаметно // *Слияния и поглощения*. – 2003. – № 4 –3.

587. Степанов Д. О недействительности крупных сделок акционерных обществ // *Хозяйство и право*. – 2003. – №11.
588. Степанов П.В. Принципы регулирования корпоративных отношений//*Хозяйство и право*. – 2002. – № 4.
589. Суханов Е.А. О российском акционерном законодательстве // *Законодательство*. – 1998. – № 12.
590. Таджиев И.К. проблеме совершенствования правовых норм и практики ликвидации хозяйствующих субъектов // *Обзор законодательства Узбекистана*. – 2004. –№3.
591. Тарачев В. Сколько осталось жить инсайду?// *Время-МН* 2003. <http://www.ismm.ru/news>
592. Тен Ю.Г. Споры между миноритарными акционерами и обществом // *Арбитражная практика*. – 2003. – №8.
593. Толстой Ю.К. Собственность и оперативное управление//*Проблемы гражданского права*. – Л., 1987.
594. Томилина Элла. М&А: ценность оценки. – М., 2003. <http://www.energ.ru/articles.html> (на страничке "Энергокапитал").
595. Торкановский Е. Управление акционерным обществом//*Хозяйство и право*. – 1997. – № 6–7.
596. Тужилин А. Создание в группе компаний системы защиты от враждебных действий конкурентов // *Рынок ценных бумаг*. – 2001. – №11.
597. Хакимов Т.А. Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападений // *Слияния и поглощения*. – 2003. – №1.
598. Харисова Ф. Годовой отчет акционерного общества как средство защиты интересов инвесторов // *Хозяйство и право*. – 2003. – №9.
599. Шабунова И. Юридическая природа и содержание прав участника акционерного общества на управление и на информацию // *Хозяйство и право*. – 2003. – №4.
600. Шахвердиев А., Басманов И. Вывод активов акционерных обществ в зеркале корпоративного управления // *Хозяйство и право*. – 2002. – №7.
601. Шерман Х.Д., Бэбкок Б.А., Дж. Мазулло Три модели корпоративных отношений // *Корпоративное управление и права акционеров*. – 1994.

602. Шиткина И. Соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом // *Хозяйство и право*. – 1998. – №11.
603. Шиткина И. Соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом // *Хозяйство и право*. – 1998. – №12.
604. Шиткина И.С. Создание холдинговых компаний в России в условиях рыночной экономики//*Гражданин и право*. – Декабрь 2000г. – № 6; январь 2001г. – № 1.
605. Эрделевский А.М. О защите личных неимущественных прав акционеров // *Хозяйство и общество*. – 1997. – № 6. – С.42–51.
606. Яковлев В.Ф. Акционерные общества – достоинства и опасности // *Журнал для акционеров*. – М., 2000. – № 8.
607. Ярков В. Защита прав акционеров по законодательству "Об акционерных обществах" с помощью косвенных исков//*Хозяйство и право*. – 1997. – № 12.
608. Ярков В.В. Особенности рассмотрения дел по косвенным искам // *Юрист*. – 2000. – №11 – 12.

СТАТЬИ НА ИНОСТРАННЫХ ЯЗЫКАХ

609. Adolph A. Berle. Corporate Powers as Powers in Trust // *Harvard Law Review*. – 1931. – №44. – P.1049.
610. Adolph Berle. For whom Corporate Managers are Trustees: A Note // *Harvard Law Review*. – 1932. – №45. – P.1365.
611. Aghion P. and Blanchard O.J. On Privatisation Methods in Eastern Europe and their Implications // *The Economics of Transition*. – 1998. – №6(1). – P.87–99.
612. Aghion P. and Bolton P. An 'Incomplete Contracts' approach to Financial Contracting // *Review of Economic Studies*. – 1992. – №59. – P.257–282.
613. Alchian A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organisation // *American Economic Review*. – 1972. – №62(5). – P.777–795.
614. Alexandre Padilla. Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading? // *The Quarterly Journal of Austrian Econom-*

- ics. – 2002. – №5(1)(Spring). –P.3–38.
615. Allen W.T. Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation // *Cardozo Law Review*. – 1992. – №14(2). – P.261–281.
616. André Tunc. A French Lawyer Looks at American Corporation Law and Securities Regulation // *U. Pa. L. Rev.* – 1982. – №130. – P.759.
617. Assmann Hans-Dieter Erwerbs. Übernahme und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft // *Die AktienGesellschaft*. – 2002. – №AG3. – P.114–121.
618. Banerjee A., Owens J. The Impact of the Nature and Sequence of Multiple Bids in Corporate Control Contests // *Journal of Corporate Finance*. – December, 1996. – P.23.
619. Barbara Ann Banoff. Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule // *Va. L. Rev.* – 1984. – №70. – P.135, 182.
620. Bebchuk Lucian A. and Oliver Hart. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control // *NBER Working Paper*. – 2002. – №8633. – P.48.
621. Berman Shawn L., Andrew C. Wicks, Suresh Kotha and Thomas M. Jones. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance // *Academy of Management Journal*. – 1999. – №42(5) (Oct.). – P.488–506.
622. Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law // *Harvard Law Review*. – 1996. – №109. – P.1911–1982.
623. Bernard S. Black & Ronald J. Gilson. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // *J. Fin. Econ.* – 1998. – №47. – P.243, 246–264.
624. Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined // *Mich. L. Rev.* – 1990. – №89. – P.520.
625. Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // *American Economic Review*. – 1990. – №80. –P.94–106.
626. Bolton P. and Whinston M. Incomplete Contracts, Vertical In-

- tegration, and Supply Assurance // Review of Economic Studies. – 1993. – №60. – P.121–148.
627. Brenner Steven N. and Cochran P.L. The Stakeholder Theory of the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research // International Association for Business and Society Proceedings. – 1991. – P.449–467.
628. Bris, Arturo. Do Insider Trading Laws Work? // Yale ICF Working Paper. – 2000. – №00–19.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248417.
629. Brown J.R. Order from Disorder: The Development of the Russian Securities Markets // U Pa. J.Intl Bus. L. – 1995. – №15. – P.520–523.
630. Browne F.X. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations // Applied Econ. – 1994. – №26. – P.485, 488.
631. Burkart M., Gromb D. and Panunzi F. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – №112(3). – P.693–728.
632. Campbell A. Stakeholders, the Case in Favour, Long Range Planning // Journal of Law and Society. – 1997. – №30(3). – P.446–449.
633. Can Yeltsin win again? // Economist. – February 17, 1996. – P.43.
634. Carey Goldberg. Russian Tax Police Raid MMM Office, Home of its Chief//L.A. Times. – August 5, 1994.
635. Carolyn Kay Brancato. Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority in U.S. Publicly Held Corporations. – September 12, 1991. Unpublished study.
636. Carroll Archie B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1997. – №4. – P.497–505.
637. Carroll Archie B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct // Business & Society. – 1999. – №38(3) (Sept.). – P.268–295.
638. Carroll Archie B. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. – 1991. – №34(4). – P.39–48.
639. Carroll C., Griffith J.M., Rudolph P.M. The Performance of

- White Knight Management // Financial Management. – Summer, 1998. – №27(2). – P.46.
640. Cf. John C. Coffee. The Mandatory. Enabling Balance in Corporations Law: An Essay on the Judicial Role // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1618, 1619.
641. Cheffins Brian R. Minority Shareholders and Corporate Governance // Company Lawyer. – 2000. – №21. – P.41.
642. Child James W. and Alexei M. Marcoux. Freeman and Evan: Stakeholder Theory in the Original Position // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(2) (April). – P.207–224.
643. Claire Moore Dickerson. From Behind the Looking Glass: Good Faith, Fiduciary Duty and Permitted Harm // Fla. State U. L. Rev. – 1995. – №22. – P.955.
644. Clarkson M.B.E. The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory // Business & Society. – 1994. – №33(1) (April). – P.82–131.
645. Coco M. Towards Enterprisation: Shareholder's Rights and Economic Reform in Russia // Va. J. Intl L. – 1996. – №39. – P.178–179.
646. Coffee John C. Jr. The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role // Columbia Law Review. – 1989. – №89. – P.1618–1691.
647. Coffey Betty S. and Jia Wang. Board Diversity and Managerial Control as Predictors of Corporate Social Performance // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(14) (Oct. II). – P.1595–1603.
648. Comment Robert and G. William Schwert. Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Anti-takeover Statutes // Journal of Financial Economics. – 1995. – №39. – P.3–43.
649. Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not Depend on Public Pressure // Business and Society Review/Innovation. – 1973. – N6. – P.82–89.
650. Coughlan A. and Schmidt R. Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation // Journal of Accounting and Economics. – 1985. – №7. – P.43–66.
651. Council Directive 89/592 Coordinating Regulations on Insider

- Trading // Common Mkt. Rep. – 1998. – №1(CCH). – P.1761.
652. D. Gordon Smith. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty // Vand. L. Rev. – 2002. – №55. – P.1399.
653. Dahya J., McConnel J. and Travlos N. The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover // Journal of Finance. – 2002. – №57. – P.461–483.
654. Daniel Gogek. Russian Company Law Reform: Have Flawed Laws impeded the Transition to a Market Economy? // McGill Law Journal. – 1995. – №41. – P.276.
655. Daniel J.H. Greenwood. Fictional Shareholders: For whom are Corporate Managers Trustees, Revisited // S. Cal. L. Rev. – 1996. – №69. – P.1021.
656. Daniel R. Fischel and Michael Bradley. The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis // Cornell L. Rev. – 1988. – №71. – P.261.
657. Daniel R. Fischel. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities // Bus. Law. – 1982. – №38. – P.1.
658. Daniel R. Fischer. The Corporate Governance Movement // Vand. L. Rev. – 1982. – №35. – P.1259, 1273.
659. David Millon. Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1373, 1391–1393.
660. David Millon. Default Rules, Wealth Distribution and Corporate Law Reform: Employment at Will versus Job Security // U. PA. L. Rev. – 1998. – №146. – P.975.
661. David Millon. New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law // Va. L. Rev. – 2000. – №86. – P.1001.
662. David Millon. Theories of the Corporation // Duke Law Journal. – 1990. – №20. – P.205–240.
663. Demsetz H. and Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Political Economy – 1985. – №93. – P.1155–1177.
664. Demsetz H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.301–325.

665. Denis D.J. and Denis D.K. Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency // J. Corp. Fin. – 1994. – №1. – P.91.
666. Denis David J. and Jan M. Serrano. Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.239–266.
667. Dennis Proffit. Insights into the Behavior of Russian Managers // Business Forum at California State University. – Los Angeles, California. – March 22, 1997.
668. Dierkes M. 1992: A New Challenge to the Social Role of Business // Atlantic Economic Journal. – 1992. – №18(3). – P.38–41.
669. Dierkes M. Corporate Social Reporting in Germany: Conceptual Developments and Practical Experience // Accounting, Organizations and Society. – 1979. – №4(1/2). – P.87–107.
670. E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.
671. E. Norman Veasey. The Defining Tension in Corporate Governance in America // The Business Lawyer. – 1997. – №52. – P.393, 401.
672. E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.
673. Earley P. Christopher and Elaine Mosakowski. Creating Hybrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning // Academy of Management Journal. – 2000. – №43(1) (Feb.). – P.26–49.
674. Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. – 1984. – №74. – P.650–659.
675. Easterbrook Frank and Daniel Fischel. The Proper Role of a Targets Board in Responding to a Tender Offer // Harvard Law Review. – 1981. – №94. – P.1161.
676. Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure // Brook. L. Rev. – 1995. – №61. – P.763.
677. Edward Rock. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure // Cardozo L. Rev. – 2002. – №23. – P.675, 690.
678. Ehud Kamar. A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law // Colum. L. Rev. – 1998. – №98. –

- P.1908.
679. Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74.
680. Faith Stevelman. Kahn Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy // UCLA L. Rev. – 1997. – №44. – P.579, 605–609.
681. Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – №88. – P.288–309.
682. Fama E. and Jensen M. Separation of Ownership and Control // The Journal of Law and Economics.– June, 1983. – XXVI. – P.301–350.
683. Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327–352.
684. Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol. 88. – №2. – P.288–307.
685. Franco Modigliani & Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Am. Econ. Rev. – 1958. – №48. – P.261.
686. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Contract and Fiduciary Duty // J. L & Econ. – 1993. – №36. – P.425.
687. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Corporate Control Transactions // Yale L.J. – 1982. – №91. – P.698, 710.
688. Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // Am. Econ. Rev. – 1984. – №74. – P.650, 654.
689. Frankforter S.A., Berman S.L. and Jones T.M. Boards of Directors and Shark Repellents: Assessing the Value of an Agency Theory Perspective // Journal of Management Studies. – 2000. – №37(3). – P.321–348.
690. Franks J., Mayer C. Capital Markets and Corporate Control: a Study of France, Germany and the UK // Economic Policy. – 1990. – №10. – P.191–231.
691. Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.
692. Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // New York Times Magazine. – September 13,

1970. – P.32–33, 122–126.
693. Frydman, R., Phelps E.S., Raczynski A. and Schleifer A. Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe // *Economics of Transition*. – 1993. – №1(2). – P.171–207.
694. Galuszka P. and Kranz P. Look who's Making a Revolution // *Business Week*. – February 20, 1995.
695. Gamble A., Kelly G. Shareholder Value and the Stakeholder // *Debate in the UK Corporate Governance*. – 2001. – №9(2). – P.110–117.
696. Garvey G.T. and Swan P.L. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm // *Journal of Corporate Finance*. – 1994. – №1. – P.139–174.
697. Gentner & Jeziorski. The Shift from Metaphor to Analogy in Western Science // *Metaphor and Thought*. – 1994. – №6(3). – P.447, 459.
698. Gioia Dennis A. Response: Practicability, Paradigms, and Problems in Stakeholder Theorizing // *Academy of Management Review*. – 1999. – №24(2) (April). – P.228–232.
699. Goodpaster Kenneth E. Business Ethics and Stakeholder Analysis // *Business Ethics Quarterly*. – 1991. – №1(1). – P.53–72.
700. Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity (1961); William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm // *Rev. Econ. & Stat.* – 1970. – №52. – P.345.
701. Greg Steinmetz and Michael R. Sesit. Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World // *Wall Street Journal*. – 1999. – №4 (August). – P.A1–A8.
702. Gregory A. Mark. The Personification of the Business Corporation in American Law // *U. Chi. L. Rev.* – 1987. – №54. – P.1441.
703. Grossman S., Hart O. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // *Journal of Political Economy*. – 1986. – №94. – P.691.
704. Grossman Sanford and Oliver Hart. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // *The Bell Journal of Economics*. – 1980. – №11. – P.42–64.
705. Haddock, David D., Jonathan R. Macey. Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider

- Trading Regulation // Journal of Law and Economics. – 1987. – №30(October). – P.311–352.
706. Haig Simonian. Germany to Abolish Tax of Disposal of Cross-holdings // Financial Times. – December 24, 1999. – P.1.
707. Hamil Sean. Corporate Community Involvement: A Case for Regulatory Reform // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(1) (Jan.). – P.14–25.
708. Harold Demsetz & Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. Pol. Econ. – 1985. – №93. – P.1155.
709. Hart O. and Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation // Econometrica. – 1988. – №56. – P.755–786.
710. Hart O. The Market Mechanism as an Incentive Scheme // Bell Journal of Economics. – 1983. – P.42–64.
711. Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119.
712. Hasbrouck Joel. The Characteristics of Takeover Targets // Journal of Banking and Finance. – 1985. – №9. – P.351–362.
713. Hayes R.H., Abernathy W.J. Managing our Way to Economic Decline // Harvard Business Review. – 1980. – №58. – P.67–77.
714. Henry Hansmann. Worker Participation and Corporate Governance // University of Toronto Law Journal. – 1993. – №43. – P.589–606.
715. Henry N. Butler. The Contractual Nature of the Corporation // Geo. Mason L. Rev. – 1989. – №11. – P.100.
716. High Stakes on the High Steppe // Economist. – October 16, 1993. – P.89.
717. Hill Charles W. L. and Thomas M. Jones. Stakeholder Agency Theory // Management Studies. – 1992. – №29(2). – P.131–154.
718. Hot Shares Bothered Investors // Economist. – July 24, 1999. – P.23.
719. Jaffe Jeffrey F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1974. – № 5(1). – P.93–121.
720. James E. Davis. Corporate Disclosure through The stock Exchanges // Harv. L. Rev. – April 24, 1999.
721. Jarrell Gregg A., James A. Brickley and Jeffry M. Netter. The

- Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980 // *Journal of Economic Perspectives*. – 1988. – №2. – P.49–68.
722. Jeffrey Gordon. "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet // *Cardozo L. Rev.* – 1997. – №19. – P.511.
723. Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. – 1976. – P.659–665.
724. Jensen M. and Murphy K. Performance Pay and Top Management Incentives // *Journal of Political Economy*. – 1990. – №98. – P.225–264.
725. Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. – 1993. – №48. – P.831–880.
726. Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – №11. – P.5–50.
727. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3. – P.305–360.
728. Jensen Michael C. and Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. – October, 1976. – Vol.3. – №3. – P.305–360.
729. Jensen Michael J. and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence // *Journal of Financial Economics*. – 1983. – №11. – P.5–50.
730. Jensen Michael J. Takeovers: their Causes and Consequences // *Journal of Economic Perspectives*. – 1988. – №2. – P.21–48.
731. John Dewey. The Historic Background of Corporate Legal Personality // *Yale L. J.* – 1926. – №35. – P.655.
732. John K. and Senbet L. Corporate Governance and Board Effectiveness // *Journal of Banking and Finance*. – 1998. – №22. – P.371–403.
733. Jonathan Macey. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of

- Corporate Fiduciary Duties // *Stetson L. Rev.* – 1991. – №21. – P.23.
734. Jones D.C. The Economic Effects of Privatisation: Evidence from a Russian Panel // *Comparative Economic Studies.* – 1998. – №40(2). – P.75–102.
735. Jones Thomas M. Corporate Governance: Who Controls the Large Corporation? // *Hastings Law Journal.* – 1979. – №30. – P.1261–1286.
736. Jones Thomas M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics // *Academy of Management Review.* – 1995. – №20. – P.404–437.
737. Joseph L. Weiner. Payment of Dissenting Stockholders // *Colum. L. Rev.* – 1927. – №27(7). – P.547, 548.
738. Joseph W. Singer. The Reliance Interest in Property // *Stan. L. Rev.* – 1988. – №40. – P.611.
739. Kang J. and Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan // *Journal of Financial Economics.* – 1995. – №38. – P.29–58.
740. Kaplan S.N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany // *Journal of Law, Economics and Organization.* – 1994. – №10. – P.142–159.
741. Kaplan Steven N. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value // *Journal of Financial Economics.* – 1989. – №24. – P.217–254.
742. Kelly G., Parkinson J. The Conceptual Foundations of the Company: A Pluralist Approach // *Company Financial and Insolvency Law Review.* – 1998. – №2(2). – P.174–197.
743. Kenneth Garbade. Securities Markets // *Col. L. Rev.* – 1982. – №4(34). – P.249–259.
744. Knoll H.C. Die Übernahme von Kapitalgesellschaften / Textbook. – Baden-Baden, 1992. – P.21.
745. Kummer D. and Hoffmeister R. Valuation Consequences of Cash Tender Offers // *Journal of Finance.* – 1978. – №33. – P.505–516.
746. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. Legal Determinants of External Finance // *Journal of Finance.* – 1997. – №52. – P.1131–1150.

747. Landes W.M., Posner R.A. An Economic Analysis of Copyright Law // Journal of Legal Studies. – 1999. – №7(16). – P.18.
748. Larry E. Ribstein. The Structure of the Fiduciary Relationship // Midwest Law & Economics Association 2003 annual meeting. – 23 November 2003.
749. Laura Lin. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence // N.W.U.L. Rev. – 1996. – №90. – P.898, 914.
750. Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.
751. Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1449–1469.
752. Lipton M. and Lorsch J.W. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance // The Business Lawyer. – 1992. – №48. – P.59–77.
753. Lorenz Andrew and David Smith. British Firms will Opt for Works Councils, says CBI // The Sunday Times. – 6 November 1994.
754. Louis Lowenstein. Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure // Colum. L. Rev. – 1996. – №96. – P.1335.
755. Lucian Arye Bebchuk. Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law // Harv. L. Rev. – 1992. – №105. – P.1435, 1442–1451.
756. Lucian Arye Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Harvard Law Review. – April 2003. – P.49–71.
757. Lucian Ayre Bebchuk. The Sole Owner Standard for Takeover Policy // J. Legal Stud. – 1988. – №17. – P.197.
758. Lynn A. Stout. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation // Mich. L. Rev. – 1988. – №87. – P.613.
759. Macey Jonathan R. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson Law Review. – 1991. – №21. – P.23 ff.

760. Macey Jonathan R. Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective // J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.200–204.
761. Manne H.G. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №75. – P.110–126.
762. Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. – 1992. – №41. – P.977,985,1006.
763. Margaret M. Blair & Lynn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // VA. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247.
764. Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // Uni Chi L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441, 1464–1478.
765. Mark J. Loewenstein. Delaware as Demon: Twenty-Five Years after Professor Cary's Polemic // U. Colo. L. Rev. – 2000. – №71. – P.497, 502–508.
766. Mark J. Roe. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Stan. L. Rev. – 2000. – №53. – P.539.
767. Mark J. Roe. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. – 1994.
768. Mark Roe. German Securities Markets and German Codetermination // Columbia Business Law Review. – 1998. – №98. – P.167.
769. Marleen A. O'Connor. Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers // N.C. L. Rev. – 1991. – №69. – P.1189.
770. Martin Lipton. Corporate Governance in the Age of Financial Corporatism // U. Pa. L. Rev. – 1987. – №136(1). – P.28–35.
771. Martin Weber. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998–2000: Organisation, Emission und Vertrieb // Neue Juristische Wochenschrift. – 2000. – S.2061.
772. Mary O'Sullivan. Corporate Governance and Globalization // Annals/AAPSS. – July, 2000. – №570. – P.153–154.
773. McConnell J. and Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. – 1990. – №27. – P.595–612.
774. McGuire, J. B., Sundgren A. and Schneeweis T. Corporate

- Social Responsibility and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. – 1988. – №31(4). – P.354–372.
775. Mcneil I.R. The Many Futures of Contracts // Southern California Law Review. – 1974. – №47. – P.691–816.
776. Melvin A. Eisenberg. Corporate Law and Social Norms // Colum. L. Rev. – 1999. – №99. – P.1253.
777. Merritt B. Fox. Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b) // Mich. L. Rev. – 1994. – №92. – P.2088, 2096–2106.
778. Merritt B. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. – 1999. – №85. P.98–124.
779. Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era // Wash. U. L.Q. – 1997. – №75. – Part I.A.1. – P.6.
780. Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.1005, 1017–1025.
781. Mertens H.J. Förderung von Schutz vor Zwang zu Übernahmeangeboten? // AG. – 1990. –№6. – P.252–259.
782. Metzger B., Dean R.N. and Bloom D. Russia's Code of Corporate Conduct: An Innovative Approach to Solving Shareholder Rights Abuses // The Corporate Governance Advisor. – 2002. – №10(2)(March/April). – P.12–17.
783. Meulbroek Lisa K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading // The Journal of Finance. – 1992. – №47(5). – P.1661–1699.
784. Michael Barclay & Clifford Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. Fin. Econ. – 1989. – №25. – P.371.
785. Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy. CEO Incentives – it's not how much you Pay, but how? // Harv. Bus. Rev. – 1990. – May–June. –P.138.
786. Michael C. Jensen and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – April, 1983. – P.5.
787. Michael E. DeBow & Dwight R. Lee. Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation // Del. J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.393, 395.

788. Michael Klausner. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts // *Virginia Law Review*. – 1995. – №81. – P.757–852.
789. Milton Friedman. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // *–N.Y.Times*. –Sept. 13, 1970, § 6 (Magazine). – P.32.
790. Mitchell Mark L. and J. Harold Mulherin. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Ability // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – №41. – P.193–229.
791. Molin Johan. Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: An Analysis of Poison Pills and Dilution // *Stockholm School of Economics. The Economic Research Institute*. – 1996. – P.76.
792. Morck Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – №20. – P.293–315.
793. Nunes K., Vogel L., Linn C. and Kostrant P. French and SEC Securities Regulation: The Search for Transparency and Openness in Decision Making // *Vand. J. Transnat'l L.* – 1993. – №26. – P.217, 219.
794. O. Hart, J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm // *Journal of Political Economy*. – 1990. – №90. – P.1119.
795. Orts Eric Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes // *George Washington Law Review*. – 1992. – №61. –P.14–135.
796. Paul Abrahams and Gillian Tett. The Circle is Broken // *Financial Times*. – November 9, 1999. – P.18.
797. Paul G. Mahoney. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // *U. Chi. L. Rev.* – 1995. – №62. – P.1047.
798. Posner, B. Z., and Schmidt W. H. Values and the American Manager // *California Management Review*. – 1984. – №26(3). – P.202–216.
799. Preston L.E., and Harry J. Sapienza. Stakeholder Management and Corporate Performance // *Behavioral Economics*. – 1990. – №19(4). – P.98–114.
800. Radner Roy. Hierarchy: The Economics of Managing // *Journal of Economic Literature*. – 1992. –№30. – P.1382–1415.
801. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silane & Andrei Shleifer.

- Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. – 1999. – №54. – P.471–517.
802. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. – 2001. – №35. – P.5.
803. Ralph K Winter Jr. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251.
804. Randall Kroszner. Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression // Presentation at the University of Michigan Department of Economics History Seminar. – October 8, 1996. <http://www.ssrn.com>
805. Reed Darryl. Stakeholder Management Theory: A Critical Theory Perspective // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(3)(July). – P.453–484.
806. Robert Brown. Order from Disorder: the Development of the Russian Securities Markets // U. Pa. JIntl Bus. L. – 1995. – №15. – P.509–519.
807. Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences // NY. U.L. Rev. – 1991. – №66. – P.1045, 1054–1056.
808. Roberta Romano. Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes // Fordham L. Rev. – 1993. – №61. – P.843, 856–859.
809. Roberta Romano. The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion // U. Cin. L. Rev. – 1988. – №57. – P.457.
810. Roberta S. Karmel. Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges // Hastings Law Journal. – 2002. – №53. – P.367–428.
811. Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386–405.
812. Ronald Gilson. The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function // American Journal of Comparative Law. – 2001. – №49. – P.329–357.
813. Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman. Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is there Substance to Propor-

- tionality Review? // *Bus. Law.* – 1989. – №44. – P.247, 256–260.
814. Ronald J. Gilson and Alan Schwartz. Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control // *Theoretical Inquiries in Law.* – 2001. – P.783–814.
815. Ronald J. Gilson. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function // *Stanford Law & Economics. Olin Research Paper.* – 2000. – No.192. – P.16.
816. Ruben D. The Existence of Social Entities // *Philosophical Quarterly.* – 1982. – №32. – P.295.
817. S. Grossman, O. Hart. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // *Journal of Political Economy.* – 1986. – №94. – P. 691.
818. Save Amigo Save // *The Economist.* – 9 December 1995. – P.S15; A Private Affair // *Latin Finance.* – December 1998. – P.6.
819. Schleifer A. A Survey of Corporate Governance // *Journal of Political Economics.* – 1998. – №56. – P.216, 224.
820. Schmidt R.H. Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland // *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung.* – 2001. – Special Issue 47–01. – P.61–87.
821. Schneider-Lennee Ellen R. Corporate Control in Germany // *Oxford Review of Economic Policy.* – 1992. – №8. – P.11–23.
822. School Brief: Stocks in Trade // *The Economist.* – November 13, 1999. – P.85–86.
823. Seyhun H. Nejat. The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions // *Journal of Law and Economics.* – 1992. – №35(1). – P.149–182.
824. Shareholders at the Gate // *Business Week.* – October 2, 1997. – P.60.
825. Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers // *Journal of Accounting and Economics.* – 1993. – №16. – P.93.
826. Shleifer A. and Vishny R. A Survey of Corporate Governance // *Journal of Finance.* – 1997. – №52. – P.737–783.
827. Shleifer A., Vishny R. Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments // *Journal of Financial Economics.* – 1989. – №25. – P.123–140.
828. Shleifer F., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Con-

- trol // Journal of Political Economy. – 1996. – №94. – P.461–488.
829. Steadman Mark E. and Sharon H. Garrison. The Impact of Stakeholder Theory on the International Firm: A United States vs. Japanese Comparison // International Journal of Management. – 1993. – №10(3). – P.325–331.
830. Stephen Bainbridge. Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests // Wis. L. Rev. – 1992. – №3. – P.1071, 1073.
831. Sternberg E. The Defects of Stakeholder Theory // Corporate Governance. – 2000. – №5(1). – P.3–10.
832. Stephen Fidler. Chiles Crusader for the Cause // Financial Times. – March 14, 1997.
833. St-Pierre Josee, Jean-Marie Gagnon and Jacques Saint-Pierre. Concentration of Voting Rights and Board Resistance to Takeover Bids // Journal of Corporate Finance. – 1996. – №3. – P.45–73.
834. Stulz Rene. Managerial Control of Voting Rights // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.25–54.
835. Swartz L. Mick. The Massachusetts Classified Board Law // Journal of Law, Economics, and Finance. – 1998. – №4(1). – P.22, 29.
836. Sykes A. Proposals for Internationally Competitive Corporate Governance in Britain and America // Corporate Governance. – 1994. – №2(4). – P.187–195.
837. Thelen Kathleen. Timing and Temporality in the Analysis of Institutional Evolution and Change // Studies in American Development. – 2000. – №14 (Spring). – P.102–109.
838. Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness. The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties // J.L.&Com. – 1991. – №10. – P.187, 205.
839. Thomsen Steen. Foundation Ownership and Economic Performance // Corporate Governance. – 1996. – №4. – P.212–221.
840. Tirole Jean. Corporate Governance // Econometrica. – 2001. – Vol. 69(1). – P.1–35.
841. Upchurch Randall S. A Conceptual Foundation for Ethical Decision Making: A Stakeholder Perspective in the Lodging Industry (U.S.A.) // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(12) (Sept.). – P.1349–1361.

842. Warner J., Watts R. and Wruck K.H. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – 461–492.
843. Warren P. Global Harmonization of Securities Laws – the Achievements of the European Communities // Harv. Int'l. L.J. – 1990. – P.185.
844. William T. Allen. Contracts and Communities in Corporation Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1395, 1400.
845. William T. Allen. Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis // J. Corp. L. – 2003. – №28. – P.551.
846. William W. Bratton Jr. The New Economic Theory of the Firm: Perspectives from History // Stan. L. Rev. – 1989. – №41. – P.1471.
847. William White. Taming the Market: The Russian Securities Law and the Protection of Shareholder Rights // Colum. J. Intl L. – 1998. – №37. – P.125–141.
848. Williamson Oliver E. Managerial Discretion and Business Behavior // American Economic Review. – 1963. – №53. – P.1032–1057.
849. Williamson Oliver E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes // Journal of Economic Literature. – 1981. – №19. – P.1537–1568.
850. Williamson Oliver E. Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations // Journal of Law and Economics. – 1979. – №22. – P.233–261.
851. Wingerson M.R., Dorn C.H. Institutional Investors in the U.S. and the Repeal of Poison Pills: A Practitioner's Perspective // Institutional Investors and Corporate Governance. – 1994. – P.211.
852. Winter R. State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251–292.
853. Wolk G. Corporate Governance Reform in Russia: The Effect of the Russia Company Law // Pac.Rim Law and Policy. – 1999. – №8. – P.219.

ДИССЕРТАЦИИ И АВТОРЕФЕРАТЫ ДИССЕРТАЦИИ

854. Ал-Марашдех Маджет Ахмед Халар. Хозяйственное товарищество по законодательству Иордании: Автореф. дис...канд.юр.наук. – Т., 1999.
855. Степанов П.В. Корпоративные отношения в коммерческих организациях как составная часть предмета гражданского права: Автореф. дис...канд.юр.наук. – М., 1999.

ИНТЕРНЕТ САЙТЫ

856. <http://euro.m&a.eu.net>
857. <http://www.abd.com>
858. <http://www.arbitr.ru>
859. <http://www.atm.uz>
860. <http://www.balfort.com>
861. <http://www.bloomberg.com>
862. <http://www.bmj.de>
863. <http://www.business.baylor.edu>
864. <http://www.canada.justice.gc.ca>
865. <http://www.ccbn.com>
866. <http://www.computerra.ru/offline>
867. <http://www.corp-gov.org>
868. <http://www.dgap.de>
869. <http://www.e-analytics.com>
870. <http://www.ebrd.com>
871. <http://www.europa.eu>
872. <http://www.fcsм.ru>
873. <http://www.fedcom.ru>
874. <http://www.flexa.ru/law/zak/zak021-07.shtml>
875. <http://www.ft.com>
876. <http://www.gbn.org>
877. <http://www.iacis.ru>
878. <http://www.ice.ru>
879. <http://www.iet.ru>
880. <http://www.imf.com>
881. <http://www.iosco.org>

882. <http://www.ismm.ru>
883. <http://www.itbc.ru>
884. <http://www.law.harvard.edu>
885. <http://www.law.uk.edu>
886. <http://www.leginfo.ca.gov>
887. <http://www.legislature.ru>
888. <http://www.lin.ru/emitent.nsf>
889. <http://www.londonstockexchange.com>
890. <http://www.mediatext.ru/docs/5863?print>
891. <http://www.mergers-and-aquisitions.de>
892. <http://www.mer-icq.narod.ru>
893. <http://www.mmcfo.ru>
894. <http://www.moody.com>
895. <http://www.nedr.com>
896. <http://www.nyse.com>
897. <http://www.oecd.org>
898. <http://www.opec.ru>
899. <http://www.press-servis.uz>
900. <http://www.randomwalk.com>
901. <http://www.rcb.ru>
902. <http://www.review.uz>
903. <http://www.ricd.ru>
904. <http://www.rodina-law.ru>
905. <http://www.sec.gov>
906. <http://www.segaintersettle.com>
907. <http://www.shares.com>
908. <http://www.smeal.psu.edu>
909. <http://www.ssrn.com>
910. <http://www.standardpoor.com>
911. <http://www.stockpoint.com>
912. <http://www.stormarket.com>
913. <http://www.thecorporatelibrary.com>
914. <http://www.tradescape.com>
915. <http://www.uzse.com>
916. <http://www.uzsecurities.com>
917. <http://www.vestnikao.ru>
918. <http://www.wbrd.com>

ПРИЛОЖЕНИЕ

ПРОЕКТ

ЗАКОН РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

"ОБ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ И ИНСАЙДЕРСКИХ СДЕЛКАХ"

Статья 1. Цели настоящего Закона

Целями данного Закона являются обеспечение установленного законодательством Республики Узбекистан порядка функционирования рынка ценных бумаг и ценообразования на рынке ценных бумаг, защиты прав и законных интересов лиц, совершающих сделки с ценными бумагами, и контроля за деятельностью инсайдеров на рынке ценных бумаг на основе установления ограничений на пользование и распоряжение инсайдерской информацией и ответственности за нарушение таких ограничений.

Статья 2. Предмет и сфера применения настоящего Закона

Настоящим Законом устанавливаются:

- запрет на совершение любых сделок с использованием инсайдерской информации, а также на незаконную передачу инсайдерской информации третьим лицам;
- порядок раскрытия инсайдерской информации на рынке ценных бумаг и информации о сделках инсайдеров с ценными бумагами;
- специальные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и иным лицам с целью недопущения незаконного пользования и распоряжения инсайдерской информацией;
- полномочия регулирующего органа государственной власти Республики Узбекистан по рынку ценных бумаг по проведению расследований случаев незаконного пользования и распо-

ряжения инсайдерской информацией и осуществлению мониторинга за совершением сделок на рынке ценных бумаг с целью выявления незаконного распоряжения и пользования инсайдерской информацией;

– полномочия саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг по осуществлению контроля за их членами и определению собственных стандартов в области контроля за инсайдерами;

– меры ответственности за нарушение положений настоящего Закона;

– иные меры по защите прав и законных интересов лиц, совершающих сделки на рынке ценных бумаг.

Настоящий Закон применяется к отношениям, связанным с совершением сделок с ценными бумагами, обращение которых осуществляется с участием организаторов торговли на рынке ценных бумаг, а также с теми ценными бумагами, в отношении которых эмитентом принято решение об организации их обращения с участием организатора торговли на рынке ценных бумаг. Настоящий Закон применяется также к отношениям, возникающим при совершении сделок уполномоченными государственными органами или Центральным банком Республики Узбекистан с государственными ценными бумагами или ценными бумагами Центрального банка Республики Узбекистан, за исключением сделок, совершаемых в целях реализации государственной денежно-кредитной политики и управления государственным долгом Республики Узбекистан.

Настоящий Закон не применяется к отношениям, возникающим в связи с обращением депозитных и сберегательных сертификатов кредитных организаций, чеков и векселей.

Статья 3. Основные понятия, используемые в настоящем Законе

В настоящем Законе используются следующие понятия:

– *рынок ценных бумаг* – сфера обращения ценных бумаг всех эмитентов на территории Республики Узбекистан, включая операции со стандартными контрактами и совершение срочных сделок, базовым активом которых являются ценные бумаги;

– *инсайдерская информация* – любая информация об эмиссионных ценных бумагах и сделках с ними, а также об эмитенте этих ценных бумаг и осуществляемой им деятельности, не известная третьим лицам, раскрытие которой может обеспечить преимущественное положение данного лица на рынке ценных бумаг и оказать существенное влияние на рыночную цену этих ценных бумаг;

– *инсайдер* – любое лицо, которое получает доступ к инсайдерской информации в силу участия в уставном (паевом) капитале (фонде) эмитента или его аффилированного лица, членства в органах управления эмитента или его аффилированного лица, заключенного с эмитентом или его аффилированным лицом трудового договора (контракта) или гражданско-правового договора, предоставленных ему полномочий как должностному лицу государственного органа или органа местного самоуправления.

В целях настоящего Закона понятия эмитент, профессиональный участник рынка ценных бумаг, организатор торговли на рынке ценных бумаг, саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг используются в соответствии с определениями, содержащимися в законодательстве Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг.

Статья 4. Инсайдерская информация

К инсайдерской информации относится информация, составляющая коммерческую тайну в соответствии с гражданским законодательством Республики Узбекистан, а также информация, подлежащая раскрытию в соответствии с законодательством Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг, до момента ее раскрытия.

Конфиденциальная информация, незаконно раскрытая или опубликованная в средствах массовой информации, не является инсайдерской информацией.

Сведения, содержащие оценку стоимости ценных бумаг и/или оценку имущественного положения эмитента, произведенную на основе общедоступной информации, не относятся к инсайдерской информации.

Статья 5. Ограничения на распоряжение и использование инсайдерской информации

Инсайдеры не вправе:

– совершать любые сделки с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации в своих интересах или в интересах третьих лиц;

– передавать третьим лицам или делать доступной для третьих лиц инсайдерскую информацию или основанную на ней информацию, за исключением случаев, предусмотренных Законом;

– давать третьим лицам рекомендации о совершении сделок с ценными бумагами, основанные на инсайдерской информации.

Положения части 1 настоящей статьи распространяются также на любых лиц, не являющихся инсайдерами, которым стала известна инсайдерская информация.

Статья 6. Информация о сделках инсайдеров

Инсайдеры обязаны уведомлять регулирующий орган по рынку ценных бумаг о совершаемых ими сделках с ценными бумагами, к инсайдерской информации о которых или об эмитенте которых они имеют доступ, а также опубликовывать информацию о таких сделках не позднее пяти дней с момента их совершения. Указанная информация может быть раскрыта организатором торговли, с участием которого осуществляется обращение ценных бумаг.

Информация, указанная в части 1 настоящей статьи, должна содержать сведения о сторонах, предмете, цене и других условиях сделки в объеме, устанавливаемом регулирующим органом по рынку ценных бумаг.

Статья 7. Раскрытие инсайдерской информации

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, которому стала известна инсайдерская информация, в течение пяти дней обязан раскрыть эту информацию в порядке, установленном законодательством Республики Узбекистан о рынке цен-

ных бумаг, за исключением конфиденциальной информации, которая в соответствии с законодательством Республики Узбекистан не может быть раскрыта.

Эмитент в течение пяти дней обязан раскрыть в порядке, установленном законодательством Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг, информацию, касающуюся сферы его деятельности и не являющуюся общедоступной, если эта информация в связи с последствиями для имущественного и финансового положения эмитента способна оказать существенное влияние на стоимость его ценных бумаг. Эмитент также обязан сообщить такую информацию организатору торговли на рынке ценных бумаг, с участием которого осуществляется обращение ценных бумаг эмитента.

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе освободить эмитента от обязанности раскрывать эту информацию в случае, если ее раскрытие может нанести ущерб эмитенту. В случае нарушения эмитентом положений части 2 он несет ответственность перед третьими лицами по возмещению возникающих вследствие этого убытков.

Статья 8. Контроль за сделками на рынке ценных бумаг

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг осуществляет контроль за ценами и объемами всех сделок с ценными бумагами в порядке, устанавливаемом законами и иными нормативными актами Республики Узбекистан.

Для выявления сделок с использованием инсайдерской информации на рынке ценных бумаг регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе создавать и использовать системы мониторинга рынка ценных бумаг, в том числе автоматизированные системы слежения за состоянием рынка ценных бумаг, информационно-аналитические системы и базы персональных данных.

Статья 9. Расследования в отношении инсайдеров

При наличии сведений о совершении сделок с использованием инсайдерской информации регулирующий орган по рынку ценных бумаг имеет право проводить расследования в отно-

шении инсайдеров с целью проверки этих сведений.

В процессе расследований регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе требовать от профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые совершили такую сделку или способствовали ее совершению за свой счет или за счет других лиц, предоставления данных о:

- цене сделки;
- категории и типу ценных бумаг, ставших предметом сделки;
- наименовании эмитента ценных бумаг;
- клиенте профессионального участника рынка ценных бумаг, который или за счет которого совершена сделка;
- лицах, обязанных по указанной сделке;
- лицах, в интересах которых совершена указанная сделка.

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе потребовать предоставления всех документов по сделке, в отношении которой имеются сведения о том, что она совершена с использованием инсайдерской информации.

Если данные, предусмотренные части 1 настоящей статьи, свидетельствуют об использовании инсайдерской информации с нарушением требований настоящего Закона, регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе требовать от профессионального участника рынка ценных бумаг предоставления информации о сделках с ценными бумагами, совершенных за последние шесть месяцев клиентом или за счет клиента этого профессионального участника рынка ценных бумаг, который или за счет которого совершена сделка, указанная в части 1 настоящей статьи.

Уполномоченные должностные лица органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг вправе провести выездную проверку профессионального участника рынка ценных бумаг, допустившего совершение сделки с ценными бумагами с использованием инсайдерской информации.

При наличии данных, свидетельствующих о незаконном распоряжении или пользовании инсайдерской информацией, регулирующий орган вправе требовать от эмитента этих ценных бумаг предоставления информации о лицах, являющихся инсайдерами.

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе осуществлять сбор и хранение персональных данных о лицах, подозреваемых в незаконном использовании инсайдерской информации. Эти данные должны быть уничтожены, если в ходе расследования сведения о незаконном распоряжении или использовании инсайдерской информации не были подтверждены, либо при подтверждении судом невиновности подозреваемого лица.

Информацию о незаконном пользовании или распоряжении инсайдерской информацией, содержащих признаки преступления, регулирующий орган по рынку ценных бумаг по завершении расследования в отношении инсайдеров передает следственным органам.

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг вправе выплачивать вознаграждение в размере до 10% от суммы взысканного штрафа лицам, предоставившим сведения о совершении сделок с использованием инсайдерской информации или оказавшим ему помощь в расследовании. Вознаграждение выплачивается из средств, полученных от уплаты штрафа, наложенного на лицо, допустившее правонарушение.

Статья 10. Полномочия саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг по контролю за сделками с использованием инсайдерской информации

Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее саморегулируемая организация) вправе:

- получать информацию о результатах расследований, проводимых регулирующим органом по рынку ценных бумаг в отношении ее членов;
- разрабатывать в соответствии с настоящим Законом требования к своим членам, запрещающие им совершение сделок с использованием инсайдерской информации;
- контролировать соблюдение своими членами установленных настоящим Законом запретов на пользование и распоряжение инсайдерской информацией и устанавливать санкции

за их нарушение, а также за несвоевременное раскрытие инсайдерской информации в соответствии с настоящим Законом.

Правила профессиональной этики членов саморегулируемой организации должны предусматривать сохранение конфиденциальности информации, ставшей известной ее членам в связи с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Член саморегулируемой организации обязан принимать все возможные меры, исключая возможность передачи инсайдерской информации ее сотрудниками третьим лицам, а также использование этой информации для заключения сделок.

Статья 11. Специальные требования в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг

Профессиональный участник рынка ценных бумаг должен обеспечить условия, позволяющие предотвратить незаконное распоряжение и использование инсайдерской информацией при совершении сделок с ценными бумагами, принадлежащими его клиентам.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий доверительное управление ценными бумагами, принадлежащих государству, или участвующий в подготовке и проведении приватизационных сделок, обязан сообщить регулирующему органу по рынку ценных бумаг о ставших ему известными случаях использования информации, составляющей государственную или служебную тайну, при совершении сделок с ценными бумагами.

Обязательства, определенные договором доверительного управления ценными бумагами, не должны рассматриваться в качестве предпосылки для установления особых отношений с государственным служащим в других сферах взаимодействия, в том числе при предоставлении информации.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг должен осуществлять предусмотренные договором операции с ценными бумагами по рыночным ценам, не допуская действий, которые могут подорвать естественное ценообразование и дестабилизировать рынок.

В структуре юридического лица профессионального участника рынка ценных бумаг должна быть создана служба внутреннего контроля, в компетенцию которой входит осуществление контроля за соответствием профессиональной деятельности требованиям законодательства Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан разработать и утвердить внутренние документы, определяющие правила внутреннего контроля для разграничения прав доступа и обеспечения конфиденциальности информации, не допускающие возможности использования такой информации в собственных интересах профессионального участника, его служащими и третьими лицами в ущерб интересам его клиентов.

Статья 12. Специальные требования в отношении инсайдеров – физических лиц

В целях предотвращения возникновения конфликтов личных интересов инсайдеров – физических лиц при совершении операций с ценными бумагами они должны воздерживаться от:

- участия в сделке, в которую вовлечены лица или организации, с которыми этот инсайдер или член его семьи имеют личные связи или финансовые интересы,
- использования служебной информации для заключения сделок, а также передачи служебной информации для заключения сделок третьими лицами.

Если инсайдер, являющийся сотрудником профессионального участника рынка ценных бумаг, предполагает возможность возникновения конфликта интересов в результате его действий, он обязан информировать об этом службу внутреннего контроля профессионального участника рынка ценных бумаг.

Статья 13. Служба внутреннего контроля

Контроль за деятельностью сотрудников профессионального участника рынка ценных бумаг осуществляется службой внутреннего контроля. Служба внутреннего контроля проверяет соблюдение сотрудниками профессионального участника рынка ценных бумаг норм законодательства о рынке ценных бумаг,

специальных требований, установленных настоящим Законом, служебных инструкций, регулирующих их деятельность, обеспечивающих предотвращение конфликтов интересов, ограничение обмена служебной и конфиденциальной информацией между его сотрудниками и подразделениями, а также законность совершаемых с их участием операций.

Порядок деятельности службы внутреннего контроля и ее компетенция определяются положением о службе внутреннего контроля, утверждаемым органами управления профессионального участника рынка ценных бумаг, принимаемым в соответствии с нормативными правовыми актами органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Сотрудники службы внутреннего контроля не могут занимать иные должности в органах управления профессионального участника рынка ценных бумаг и несут ответственность за недобросовестное выполнение возложенных на них обязанностей в порядке, определенном действующим законодательством.

Статья 14. Ответственность за нарушение настоящего Закона

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг налагает штрафы на должностных лиц, на юридических лиц и других участников рынка ценных бумаг в размере от 100 до 1 000 минимальных размеров месячной оплаты труда за:

– использование инсайдерской информации для заключения сделок на рынке ценных бумаг в форме, предусмотренной статьей 5 настоящего Закона, если при этом отсутствуют признаки уголовного преступления;

– незаконную передачу третьим лицам инсайдерской информации или основанной на ней информации;

– дачу третьим лицам рекомендаций о совершении сделок с ценными бумагами, основанных на инсайдерской информации;

– неполное или несвоевременное раскрытие инсайдерской информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

– неисполнение инсайдером обязанности по уведомлению (опубликованию) информации о совершенных им сделках с

ценными бумагами;

– непредоставление документов должностным лицам органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, проводящим расследование в соответствии со статьей 9 настоящего Закона.

Регулирующий орган по рынку ценных бумаг обязан передавать следственным органам материалы о незаконных инсайдерских сделках требующих уголовного расследования.

Статья 15. Возмещение ущерба лицам, пострадавшим от противоправных действий инсайдеров

Лица, понесшие убытки от незаконного распоряжения и использования инсайдерской информацией, имеют право в судебном порядке требовать их возмещения от инсайдера, допустившего незаконные действия. В случае, если указанные действия допущены лицом, являющимся работником профессионального участника рынка ценных бумаг, субсидиарную ответственность солидарно несут лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, лицо, возглавляющее службу внутреннего контроля, а также профессиональный участник рынка ценных бумаг.

**Президент
Республики Узбекистан**

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|---|-----|
| ВВЕДЕНИЕ | 3 |
| ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОНЯТИЯ КОРПОРАЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВООТНОШЕНИЙ | 9 |
| 1.1. Становление понятия "корпорация" в юридической и экономической науке | 9 |
| 1.2. Теоретические концепции (модели) правового статуса акционеров в корпорации..... | 23 |
| 1.3. Модели корпоративного управления и тенденции его развития в Узбекистане..... | 41 |
| ГЛАВА II. СПЕЦИФИКА КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ: ОБЯЗАТЕЛЬСТВЕННОЕ ПРАВО И КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ | 75 |
| 2.1. Интерпретация правоотношений между акционерным обществом и акционерами в цивилистике | 75 |
| 2.2. Правовая сущность корпоративных отношений..... | 91 |
| 2.3. Агентская проблема..... | 106 |
| ГЛАВА III. ФОРМИРОВАНИЕ ПРАВОВЫХ ОСНОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ | 127 |
| 3.1. Объективные факторы формирования корпоративного права и защиты прав акционеров: опыт зарубежных стран..... | 127 |
| 3.2. Становление корпоративного законодательства в Узбекистане: современное состояние и проблемы | 147 |
| 3.3. Права акционеров в Узбекистане: законодательная регламентация и защита | 162 |
| ГЛАВА IV. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И ИНСАЙДЕРСКИЕ СДЕЛКИ В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВООТНОШЕНИЙ | 186 |
| 4.1. Раскрытие информации – один из важных способов защиты прав собственности акционеров | 186 |

| | |
|--|------------|
| 4.2. Правовые механизмы обеспечения раскрытия информации..... | 203 |
| 4.3. Инсайдерские сделки как способ нарушения имущественных интересов акционеров | 216 |
| ГЛАВА V. ПРАВОВЫЕ НОРМЫ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ И ИХ РЕАЛИЗАЦИЯ | 233 |
| 5.1. Юридическая природа приобретения контроля над корпорацией (дружественные и недружественные поглощения)..... | 233 |
| 5.2. Правовое регулирование процедуры корпоративных поглощений: опыт зарубежных стран..... | 260 |
| 5.3. Проблемы правового регулирования процессов реорганизации акционерных обществ..... | 286 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ | 303 |
| СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ | 317 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ..... | 382 |

С.С. Гулямов

**Правовые проблемы корпоративного
управления: теория и практика**

Издательский редактор – Б.И.Кнопов

Технический редактор – Ж.Ж.Ходжимухаммедов

Компьютерная верстка – Ф.Нурлибаев

Подписано в печать – **22.12.2004 г.**

Объем – **16,9** уч.-изд.л.

Тираж **1000** экз. Заказ № _____.

Цена договорная.

Отпечатано в типографии Ташкентского
Государственного юридического института
Ташкент, Сайилгох, 35, ТГЮИ, 700047
