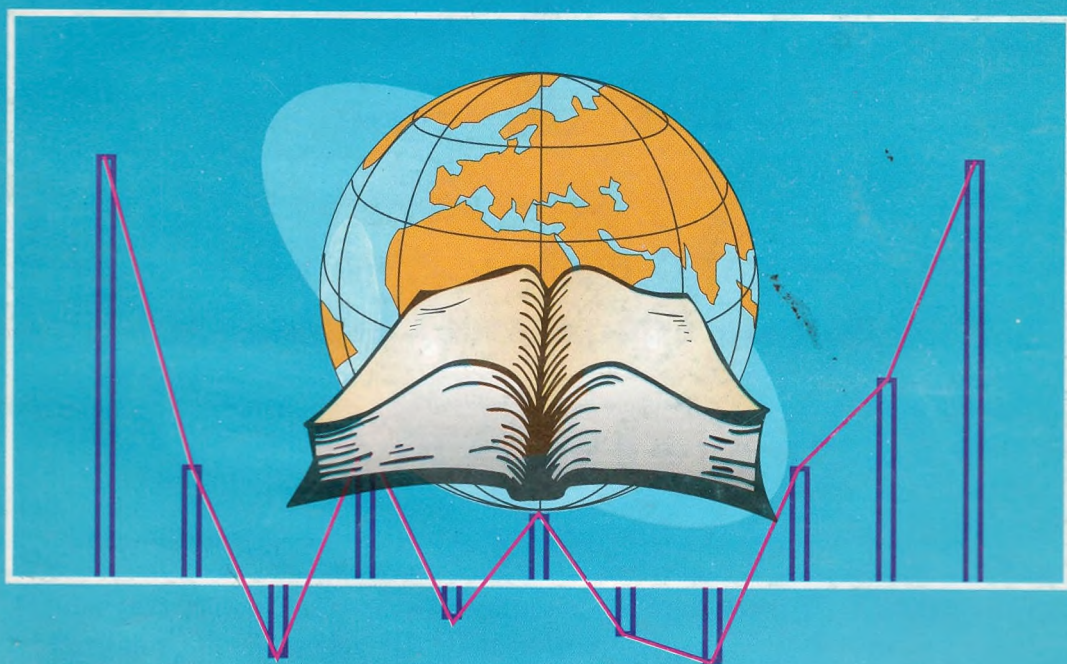


# ИҚТИСОДИЁТ ВА ТАЪЛИМ



**1**

**2004**

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

---

# «Иқтисодиёт ва таълим»

илмий журнали

3 ОЙДА БИР МАРТА ЧОП ЭТИЛАДИ

Научный журнал

«Экономика и образование»

Scientific journal

«Economy and Education»

март **1** 2004

Бош муҳаррир  
академик Саидахрор Ғуломов

Таҳрир ҳайъати:

Қ.Абдурахмонов, Ё.Абдуллаев, Р.Алимов, Д.Аҳмедов, Г.Ахунова,  
А.Бекмуродов, И.Иватов (масъул котиб), Ж.Жалолов, В.Ким,  
Н.Маҳмудов, Э.Набиев, Г.Назарова, А.Раззоқов, И. Саифназаров,  
Н.Шодиев, Т. Шодиев, Ш. Шодмонов.

ТАЪСИСЧИ:

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

---

ТОШКЕНТ

# М у н д а р и ж а

## I. МАЪНАВИЯТ ВА ИҚТИСОДИЁТ

Каримов Т.	Тараққиёт: иқтисодий ва маънавий омилар	9
Саифназаров И., Никитченко Г.	Ўзбекистонда фуқаролик жамияти асосларини шакллантиришда ижтимоий баррикентликнинг аҳамияти	12
Бурхонов А.	Бозор иқтисодиётининг ижтимоийлиги (назарий нигоҳ)	16
Дусчанов Г.	Хўжалик юритишнинг миллий моделлари ва интеграциялашув муаммолари	20

## II. ТАДБИРКОРЛИҚ, РАҚОБАТЧИЛИК ВА ИНВЕСТИЦИЯЛАР

Ҳасанов Р.	Тадбиркорлик даромади	25
Ҳожиёв Б.	Тадбиркорликда асосий капитал ва унинг таркибий тузилишидаги ўзгаришлар	28
Шодиметов И., Қосимов Д.	Пахта тозалаш саноатининг рақобатбардошлик истикболлари	31
Умаржонов А.	Ўзбекистонда нон ва нон маҳсулотлари ассортиментини шакллантириш омилари	35
Хушматов Н., Ғаюпов Ш.	Деҳқон хўжаликларида маҳсулот ишлаб чиқаришнинг иқтисодий кўрсаткичлари	37
Эгамова Д.	Оила даромади ва унинг шаклланиш манбалари	41
Каримов Н.	Инвестиция фаолиятининг давлат томонидан тартибга солинишининг асосий йўналишлари	43
Рашидов О., Болтабоев М., Юнусов Р.	Ўзбекистон тўқимачилик саноатига хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг назарий жиҳатлари	47
Толибжоновна В.	Кичик ва ўрта бизнеснинг иқтисодий салоҳияти	53
Қаюмова Н.	Ўзбекистон Республикасида пахтачиликни ривожлантиришнинг ҳолати ва истiqболлари	56
Маҳмудов Б.	Автомобиль йўлларини қуришда транспорт воситаларидан самарали фойдаланиш муаммолари	59
Мухамеджанова Г.	Япония молия бозорининг эркинлашуви	62
Камилова Ф., Камилов З.	Туризм соҳасининг ривожланиш истiqболлари	64

## III. МЕНЕЖМЕНТ ВА МАРКЕТИНГ

Муродов Н.	Корпоратив бошқарувнинг такомиллашуви - Ўзбекистон ижтимоий-иқтисодий ривожланишининг ҳал қилувчи омили	69
Аннаев А.	Инсоний ресурсларни бошқариш муаммолари	73
Холова Ш	Техникавий сервис самарадорлигини ошириш	77
Жабриев А., Бўриёв Х.	Қурилиш ташкилотларида менежмент тизимини шакллантириш тамойиллари	80
Жалолов Ж., Худойберганов А.	Банк тизимида маркетинг	82



Ортиқова Д.	Ўзбекистон меҳнат бозорида ишчи кучини шакллантириш омиллари	86
Сидиқов С.	Акционерлик жамиятларида молиявий менежмент	89

#### IV. СТАТИСТИКА ВА МОДЕЛЛАШТИРИШ

Абдуллаев М.	Ҳосилдорлик тебранишлари сабаблари жадвали	93
Мухитдинов Х.	ACCESS базасида «АСУ АССР» қуринишидаги объектларни интеллектуал тизимли тўлдириш	98
Илхомова Ё., Саъдуллаев М.	Инвестиция қарорларининг мажмуали кўп мезонли баҳоси	102
Ҳакимов А.	Хусусийлаштирилаётган мулкни баҳолаш фаолиятининг ахборот тизимларини такомиллаштириш	106
Маҳкамova Ш., Қулмухамедов Д.	Ёш мутахассисларни оптимал тақсимлаш назорати	108

#### V. МОЛИЯ ВА БУХГАЛТЕРИЯ ҲИСОБИ

Абдуғаниев А.	Бошқарув ҳисобини ташкил этиш услубиятининг айрим масалалари	111
Эгамбердиев А.	Бюджет федерализми масалалари	114
Қосимова Г.	«Кадрлар тайёрлаш Миллий дастури»ни молиялаштириш манбалари	117
Низомбоев Х., Ғуломova А., Асадуллина Н.	Ўзбекистонда пулли хизматлар тизимини ривожлантириш	125
Қарлибаева Р.	Тадбиркорлик фаолиятида молиявий ресурсларни шакллантириш манбалари ва улардан фойдаланиш йўналишлари	129

#### VI. ҲУҚУҚ ВА ТАРИХ

Ғуломов С.	Корпоратив бошқарувдаги ҳисобот акционерлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш усули сифатида	134
Мирёқубов С.	Электрон тижоратнинг юридик табиати	145
Қаримов Ю.	Совет Туркистонининг Бухоро билан савдо-иқтисодий алоқалари тарихидан (1918-1922г.г.)	150
Зайнулдинова У.	Ўзбекистон ва Марказий Осиё давлатларининг савдо-иқтисодий ҳамкорлиги	152

#### VII. ҲҚИТИШ УСЛУБИЯТИ

Ишмухамедов А.	Масофадан ўқитиш-янги педагогик технология	155
Соатов Н., Жўраева У.	Талабаларнинг вақт бюджетидан фойдаланишларини ўрганиш ва самарали ташкил этиш - замон талаби	159
Эргашев Қ.	Тарбиядаги масъулик	164

# Содержание

## I. ДУХОВНОСТЬ И ЭКОНОМИКА

Каримов Т.	Прогресс: экономические и духовные факторы	9
Саифназаров И., Никитченко Г.	Роль социальной толерантности в формировании основ гражданского общества в Узбекистане	12
Бурханов А.	Социальность рыночной экономики (теоретический взгляд)	16
Дусчанов Г.	Национальные модели хозяйствования и проблемы интеграции	20

## II. ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО, КОНКУРЕНЦИЯ И ИНВЕСТИЦИИ

Хасанов Р.	Доходы в предпринимательстве	25
Ходжиев Б.	Основной капитал в предпринимательстве и изменения в его структуре	28
Шадыметов И., Касымов Д.	Перспективы развития конкурентоспособности хлопкоочистительной промышленности	31
Умарджанов А.	Факторы формирования ассортимента хлеба и хлебобулочных изделий в Узбекистане	35
Хушматов Н., Гаюпов Ш.	Экономические показатели производства продукции в дехканских хозяйствах	37
Эгамова Д.	Прибыль семьи и источники ее формирования	41
Каримов Н.	Основные направления государственного регулирования инвестиционной деятельности	43
Рашидов О., Болабоев М., Юнусов Р.	Теоретические аспекты привлечения иностранных инвестиций в текстильную промышленность Узбекистана	47
Талибжанова В.	Экономический потенциал малого и среднего бизнеса	53
Каюмова Н.	Состояние и перспективы развития хлопководства в Республике Узбекистан	56
Махмудов Б.	Проблемы эффективности использования транспортных средств в строительстве автомобильных дорог	59
Мухамеджанова Г.	Либерализация финансового рынка Японии	62
Камилова Ф., Камилов З.	Перспективы развития туристической сферы	64

## III. МЕНЕДЖМЕНТ И МАРКЕТИНГ

Мурадов Н.	Совершенствование корпоративного управления - решающий фактор социально-экономического развития Узбекистана	69
Аннаев А.	Проблемы управления человеческими ресурсами	73
Холова Ш.	Повышение эффективности технического сервиса	77
Джабриев А., Буриев Х.	Принципы формирования системы менеджмента в строительных организациях	80
Жалолов Ж., Худайберганов А.	Маркетинг в банковской системе	82

Аргыкова Д.	Факторы формирования рабочей силы на рынке труда Узбекистана	86
Сыдыков С.	Финансовый менеджмент в акционерных обществах	89

#### IV. СТАТИСТИКА И МОДЕЛИРОВАНИЕ

Абдуллаев М.	Таблица причин колебания урожайности	93
Мухитдинов Х.	Интеллектуальное системное наполнение объектов типа «АСУ АССР» на базе ACCESS	98
Ильхомова Ё., Садуллаев М.	Комплексная многокритериальная оценка инвестиционных решений	102
Хахимов А.	Совершенствование информационных систем оценочной деятельности приватизируемого имущества	106
Махкамova Ш., Кульмухамедов Д.	Контроль оптимального распределения молодых специалистов	108

#### V. ФИНАНСЫ И БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ

Абдуганиев А.	Некоторые вопросы методологии организации управленческого учета	111
Эгамбердиев Л.	Вопросы бюджетного федерализма	114
Касымова Г.	Источники финансирования «Программы подготовки национальных кадров»	117
Нишанбаев Х., Гулямова Л., Асадулина Н.	Развитие системы платных услуг в Узбекистане	125
Карлибаева Р.	Источники формирования финансовых ресурсов и направления их использования в предпринимательской деятельности	129

#### VI. ПРАВО И ИСТОРИЯ

Гулямов С.	Отчетность как метод защиты прав акционеров в корпоративном управлении	134
Мирякубов С.	Юридическая природа электронной коммерции	145
Каримов Ю.	Из истории торгово-экономических взаимоотношений Туркестана с Бухарой (1918-1922гг.)	Советского 150
Зайнутдинова У.	Торгово-экономическое сотрудничество Узбекистана и стран Центральной Азии	152

#### VII. МЕТОДОЛОГИЯ ПРЕПОДАВАНИЯ

Ишмухамедов А.	Дистанционное обучение - новая педагогическая технология	155
Соатов Н., Джураева У.	Изучение и эффективная организация бюджета времени студентов -	159
Эргашев Қ.	Ответственность в воспитании	164

### ***Отчетность как метод защиты прав акционеров в корпоративном управлении***

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 прав<sup>1</sup>. 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 акционеров<sup>2</sup>, для предотвращения совершения ими неадекватных инвестиций в результате слабой информированности. Однако до сих пор уделяется мало внимания корпоративно-управленческим эффектам подобного требования раскрытия информации<sup>3</sup>. 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 корпораций<sup>4</sup>. Анализируя 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», используемым в данной работе, которое означает любое правовое обязательство менеджмента эмитента регулярно раскрывать информацию о своей деятельности, которая в ином случае, кроме правового принуждения, не будет раскрыта<sup>5</sup>. В РФ основным непосредственным источником подобного обязательства является

<sup>1</sup> См.: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. *Investor Protection and Corporate Governance*. 2001. P.5.

<sup>2</sup> Учитывая их статус, по которому они расплачиваются по обязательствам общества своим имуществом, в отличие от тех, кто дает обществу деньги.

<sup>3</sup> Одним исключением является работа: Louis Lowenstein. *Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure*. 96 Colum. L. Rev. 1335 (1996).

<sup>4</sup> См.: Радыгин А., Энгов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. -М., 1999. См.: <http://www.iet.ru>

<sup>5</sup> 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*. 85 Va. L. Rev. 1999.

соответствии с Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», Законом «Об акционерных обществах» и др. В РУз подобным источником являются Положение ЦККФЦБ РУз «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг», а также другие нормативные акты, регулирующие корпоративную инвестиционную деятельность.

Данный вопрос будет рассматриваться здесь в основном в двух аспектах. Во-первых, когда раскрытие информации влияет на корпоративное управление в различных аспектах, таких как труд, экология, общество в целом, будут рассматриваться только интересы акционеров. Во-вторых, предметом нашего рассмотрения будут эмитенты с акциями, которые активно торгуются 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 Портэ, Вишни, Лопез де Силанез и А.Шлайфер, «когда инвесторы финансируют компании, они сталкиваются с риском, и часто оказываются близки к возможности того, что их 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, которые они контролируют, другой фирме по низким рыночным ценам»<sup>1</sup>. 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 права<sup>2</sup> и права на дивиденды, которые в целом и определяют значение существования корпорации.

Роль раскрытия информации в защите имущественных интересов акционера 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. Как видим, в случае кражи, именно отсутствие у потерпевшего в необходимый момент информации о нарушении его прав собственности стало причиной нарушения его прав.

<sup>1</sup> См.: Rafael La Porta, etc. Op. cit. P.1.

<sup>2</sup> 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.



В общих чертах, та же ситуация происходит 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, половина стоимости) имущество корпорации<sup>1</sup> другому юридическому лицу, скажем, товариществу, участниками которого являются менеджеры корпорации<sup>2</sup>. Продажа небольших частей имущества, конечно, не принесет обществу и в конечном итоге акционерам существенных затрат, и наоборот. Именно поэтому, в соответствии с законодательством РФ и РУз, на управляющие 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 подобные ущербные действия инсайдеров корпорации, что в конечном итоге привело бы к потере ценности их акций и, таким образом, потере акционерами своей собственности.

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 ее влияние на корпоративное управление<sup>3</sup>. Защита прав инвесторов, конечно, является одной из целей регулирования рынка ценных бумаг, но это не убедительное обоснование необходимости раскрытия информации со стороны эмитента<sup>4</sup>. Раскрытие информации не требуется для защиты инвесторов от нечестных цен или риска на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим, например, нечестные цены. При эффективной рыночной политике цены ценных бумаг являются объективными, несмотря на публично доступную информацию об эмитенте<sup>5</sup>. Другими словами, цены акций, в целом, равняются истинной стоимости их на данный момент, несмотря на количество информации, которая требуется от эмитентов. Поэтому раскрытие информации не может содействовать защите инвесторов от покупки акций, цены на которые ненастоящие или ниже реальных<sup>6</sup>.

Рассмотрим и другую составляющую рынка - риск. С минимально доступной информацией об эмитенте цены акций все же, будучи

<sup>1</sup> На которое, между прочим, акционеры имеют остаточное право собственности.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> См.: Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era. 75 Wash. U. L.Q. 903 (1997). - Part I.A.1. P.6.

<sup>4</sup> Idem. P.7.

<sup>5</sup> 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 важномесленников.

Ход историческиделенного эмитента. Классический пример являет работа: Kenneth Garbade. Securities Markets. 249-59 (1982).

<sup>6</sup> См. подробнее: Merritt B. Fox. Op. cit. - Part II.A.1. - P.28.

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 информации<sup>1</sup>. Таким образом, раскрытие информации играет важную роль именно в корпоративном управлении.

Наиболее очевидной иллюстрацией влияния необходимости раскрытия информации на корпоративное управление является 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 надо иметь в виду, что в основе осуществления прав акционеров лежат только материальные интересы. И 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 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 считает 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

---

<sup>1</sup> 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. 415, 70 Va. L. Rev. 135, 182 (1984).

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 является 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 действия<sup>1</sup>. 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 действия крупного акционера, нацеленные на повышение благополучия всех остальных акционеров. Но если объединить все подобные возможности вместе, то для каждого акционера начинает оправдывать себя получение того же объема информации от менеджмента, которую хотел бы получить единый владелец от своего агента<sup>2</sup>. Отсюда видно, что требуемое раскрытие информации играет роль объединителя нужд каждого крупного акционера при предоставлении информации ему и другим крупным акционерам.

Итак, во-первых, одинаковая информация полезна всем крупным акционерам, а для эмитента выгоднее раскрыть все 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

---

<sup>1</sup> Эти проблемы коллективного действия акционеров рассмотрены подробно в: Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined. 89 Mich. L. Rev. 520 (1990). 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 раскрытия информации как полезного решения этих проблем коллективного действия.

<sup>2</sup> 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.

торговля акциями эмитента запрещается до тех пор, пока информация не станет публичной. При этом обязательное раскрытие информации решает эту проблему, как оптимальный метод опубликования информации.

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.

К примеру, в Законе «Об акционерных обществах» как РФ, так и РУз 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, что условия договора являются честными для эмитента. Без уведомления акционеров о подобной сделке правило корпоративного права о фидуциарной обязанности теряет всякое значение.

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. Непосредственные эффекты через механизм необходимости раскрытия информации улучшают выбор новых инвестиционных проектов в экономике и функционирование существующего производственного капитала<sup>1</sup>.

Рынок корпоративного управления является известным средством уменьшения агентских затрат менеджмента, когда владение отделено от управления. Наличие большой информации и в результате увеличение точности цен улучшает роль контроля на этом рынке. При принятии решения о том, надо ли покупать актив (компанию), который 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.

---

<sup>1</sup> См.: Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis. 70 Va. L. Rev. 1005, 1017-25 (1984); Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices. 41 Duke L.J. 977, 985, 1006 (1992). См. также: Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure. 61 Brook. L. Rev. 763 (1995) (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. 62 U. Chi. L. Rev. 1047 (1995) (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. Ярности на рынке Бухары зеленон критикует утверждение, что эффективный рынок способен контролировать или структуризировать расположение ограниченных ресурсов в экономике).

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.

Таким образом, необходимость раскрытия информации делает подобные поглощения более реальными. В результате существующий менеджмент начинает действовать так, чтобы не допустить невыгодных предпринимательских проектов или увеличить своё влияние в компании, что, в свою очередь, приведет к потере её прибыли.

Требование раскрытия информации приводит к снижению менеджерских затрат, с использованием менеджерской компенсации, зависящей от цены акции<sup>1</sup>. Проблема, связанная с использованием зависящего от цены механизма, - возможный риск<sup>2</sup>. Поэтому менеджеры компании не заинтересованы в том, чтобы их зарплата зависела от цен на акции компании<sup>3</sup>. 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, 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 капитала<sup>4</sup>. Низкие же цены акций могут препятствовать притоку внутреннего и внешнего финансирования инвестиций<sup>5</sup>.

Объединяя факторы спроса и предложения, можно сделать вывод о том, что если цены акций являются необоснованно низкими, то

<sup>1</sup> 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. May-June 1990, at 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), 92 Mich. L. Rev. 2088, 2096-2106 (1994).

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 (Oct. 8, 1996).

<sup>4</sup> 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. 48 Am. Econ. Rev. 261 (1958); Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. Principles of Corporate Finance. 447-66 (5th ed. 1996).

<sup>5</sup> См.: Merritt B. Fox. Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy. 282-87 (1987).



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 России и Узбекистане, со стороны акционерных обществ, как правило, осуществляется необходимое раскрытие информации при регистрации новых акций, что может быть нежелательно для менеджмента (именно поэтому и установлено обязательное раскрытие информации в данной процедуре). Отсюда можно 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 рынка<sup>1</sup>. Как показывают исследования, выбор компаниями внутренних источников финансирования вместо внешних отрицательно влияет на экономический рост страны и производительность труда<sup>2</sup>. Именно этим объясняется рост количества недружественных поглощений в 80-х гг. XX в. 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, так как можно лучше понять истинное положение вещей<sup>3</sup>. 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, отражается на благосостоянии акционеров.

---

<sup>1</sup> См.: Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. 74 Am. Econ. Rev. 650, 654 (1984); Merritt B. Fox. Op. cit. at 132-40.

<sup>2</sup> См.: Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity (1961); William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm. 52 Rev. Econ. & Stat. 345 (1970); Merritt B. Fox. Op. Cit at 233-37.

<sup>3</sup> См.: Louis Lowenstein. Op. cit. at 1342.

Вместе с тем 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 страны<sup>1</sup>. 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 можно выявить сравнительный анализ корпоративного управления между такими странами, как США и Канада, с одной стороны, Япония и Германия, - с другой, Великобритания - с третьей<sup>2</sup>. В этих стран при ре показывают исследования многих авторов<sup>3</sup>, 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 проекты<sup>4</sup>. И, наоборот, в Германии и Японии институциональные инвесторы играют большую роль при мониторинге менеджеров и поиске внешних источников финансирования, особенно долговых.

Как видим, 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 рынка<sup>5</sup>. В результате в США и Канаде

---

<sup>1</sup> Традиции и практика включают в себя типичные условия устава фирмы, а также типичное поведение людей на основе правовых ограничений.

<sup>2</sup> В качестве примера одного из известнейших трудов в этой сфере можно привести: Rafael La Porta, etc. Op. cit.

<sup>3</sup> См.: Mark J. Roe. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance (1994).

<sup>4</sup> См.: F.X. Browne. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations. 26 Applied Econ. 485, 488 (1994).

<sup>5</sup> 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.

требуется наиболее высокий уровень раскрытия информации, тогда как в Японии и Германии - меньший. 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. Это представляет сильный контраст с Великобританией, где большинство публичных компаний не обладает блоками акций, дающими владельцам более чем 10% голосующих прав, и в США, где большинство компаний не имеет держателей блоков акций более чем 6% голосующих прав<sup>1</sup>.

Однако в последние годы как структура рынка капитала в континентальной Европе, так и акционерная структура крупнейших корпораций, претерпела 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 капиталами<sup>2</sup>.

Россия и Узбекистан характеризуются высокой концентрированностью владения акционерным капиталом. Но в обеих странах, несмотря на подобную концентрированность, существует 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.Шлайфер и Р.Вишны, 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

---

Gilson. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. 47 J. Fin. Econ. 243, 246-64 (1998). Этим они объясняют легкую доступность в США предпринимательского капитала.

<sup>1</sup> Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. P.2; ссылака на источник: Barca&Becht (eds.). The Control of Corporate Europe (2001).

<sup>2</sup> См.: Там же.

стратегического пакета акций в распоряжении одной или нескольких семей<sup>1</sup>.

В 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<sup>2</sup>. При этом, учитывая, что меньшая концентрированность акционерного владения для инвестиционного рынка оказывается благоприятным явлением (обеспечивая ликвидность фондового рынка и легкий доступ к капиталу)<sup>3</sup>, можно еще раз прийти к выводу, что обязательное раскрытие информации смогло бы сыграть положительную роль в совершенствовании корпоративного управления и рынка ценных бумаг в России и Узбекистане.

Итак, проведенный нами анализ показывает, 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 контролированию 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 осознавать и исправлять реальные ее недостатки.

Вся эта информация может 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 как в России, так и в Узбекистане.

---

<sup>1</sup> См.: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межероупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М., 2003. С.9.

<sup>2</sup> См.: Там же.

<sup>3</sup> См.: Д.Глазунов. 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. -М., 2000.

Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг  
**«Иқтисодий билимларни тарқатиш маркази»**  
томонидан нашрга тайёрланган

**Муҳаррирлар:** Алёхина З.Ф., Ваҳобова М.М.

**Компьютерчи** Акабирова Д.Н.

Журнал Тошкент шаҳар матбуот ва ахборот бошқармасида 02-51-рақами билан рўйхатга олинган. Теришга берилди 2004й.10.02. Босишга рухсат этилди 2004 й. 28.03. Бичими 70 x 108, 1/16. Офсет босма усулида ёзув қоғозига ёзилди. Шартли босма табоғи 10,5. Нашриёт-ҳисоб табоғи 10,5. Адади 300 нусха. 132 сонли буюртма.

Тошкент давлат иқтисодиёт университети, 700063,  
Ўзбекистон шоҳкўчаси, 49-уй. Мурожаат учун телефон: 132-63-44  
ТДИУ босмахонасида босилди.

© Иқтисодиёт ва таълим, 2004.

Материаллар кўчириб босилаётганда «Иқтисодиёт ва таълим» журналичан олинганлиги кўрсатилиши шарт. Журналда эълон қилинаётган материаллардаги далиллар, рақамлар ва маълумотларнинг тўғрилиги учун уларнинг муаллифлари жавобгар ҳисобланадилар. Таҳририят фикри доим ҳам муаллифлар фикрига мос келавермайди. Таҳририятта юборилган қўлёзмалар муаллифларга қайтариб юборилмайди.