

ISSN 0202—151 X

**О'ЗБЕКИСТОНДА
ИЖТИМОИЙ
ФАНЛАР**



**ОБЩЕСТВЕННЫЕ
НАУКИ
В УЗБЕКИСТАНЕ**

4 - 2004



O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI FANLAR AKADEMIYASI
АКАДЕМИЯ НАУК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

O'ZBEKISTONDA
IJTIMOIY
FANLAR

2004

4

ОБЩЕСТВЕННЫЕ
НАУКИ
В УЗБЕКИСТАНЕ

Издается с мая 1958 г. Выходит по 6 номеров в год

ТАШКЕНТ
ИЗДАТЕЛЬСТВО «ФАН» АКАДЕМИИ НАУК РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН
2004

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ

Акад. АН Узбекистана А.Р. МУХАММЕДЖАНОВ (*главный редактор*), акад. АН Узбекистана А. Х. ХИКМАТОВ (*зам. главного редактора*), доктор философских наук К. НАЗАРОВ (*зам. главного редактора*), акад. АН Узбекистана С. С. ГУЛЯМОВ, акад. АН Узбекистана А. Д. ДАУЛЕТОВ, акад. АН Узбекистана Н. И. ИБРАГИМОВ, акад. АН Узбекистана И. И. ИСКАНДЕРОВ, акад. АН Узбекистана Х. Р. РАХМАНКУЛОВ, акад. АН Узбекистана Э. В. РТВЕЛДЦЕ, доктор исторических наук Б. А. АБДУХАЛИМОВ, доктор философских наук А. М. ДЖАЛАЛОВ, доктор политических наук Р.З. ДЖУМАЕВ, доктор экономических наук А.М. КАДИРОВ, доктор юридических наук М. Х. РУСТАМБАЕВ, доктор юридических наук А.Х. САЙДОВ, доктор исторических наук А.У. УРУНБАЕВ, доктор экономических наук Б.Ю. ХОДИЕВ, доктор исторических наук Т.Ш. ШИРИНОВ, Б.И. КНОПОВ (*ответственный секретарь*).

Адрес редакции: 700047, Ташкент, ул. академика Я.Гулямова, 70.

Телефоны: 136-73-29, 4-83.

корпоративное управление, с одной стороны, делает понятной для предпринимательских структур необходимость «прозрачности» совершаемых сделок, а с другой стороны, подталкивает органы государственного управления к более полному раскрытию для общества информации о своей деятельности и принятию более предсказуемых решений.

В-четвертых, применительно к современным реалиям, КУ может быть действенным средством борьбы с коррупцией как противозаконным явлением и фактором, снижающим конкурентоспособность.

В-пятых, надлежащая организация КУ оказывает существенную поддержку отечественным инвесторам и увеличивает их потенциал не только как участников экономической деятельности, но и как участников социальной и политической жизни страны, способствующих дальнейшему углублению экономических реформ. Все это отвечает интересам успешного внедрения рыночных отношений, более эффективной защите прав акционеров, привлечению иностранных инвестиций и общему подъему экономики Республики Узбекистан.

С.С. ГУЛЯМОВ

ПРАВОВАЯ СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ И «АГЕНТСКАЯ ПРОБЛЕМА»

Интерпретация отношений между акционерами и АО в свете известных гражданско-правовых институтов не только не соответствует классическим стандартам гражданского права, но и имеет отрицательные экономические последствия для деятельности корпораций. При этом, как видно, роль права при классической интерпретации этих отношений в качестве обязательственных или относительных неэффективна ввиду нелогичного определения субъектного состава таких отношений, как акционеры, с одной стороны, и АО, – с другой, как субъект, ответственный за нарушения прав акционеров.

Что же представляют собой корпоративные отношения с правовой точки зрения? Естественно, на этот вопрос можно ответить: это отношения, регулируемые корпоративным правом. Само корпоративное право строится при этом с целью защиты прав акционеров и, в конечном счете, повышения благосостояния именно акционеров, а не кого-либо другого, хотя акционеры – далеко не единственные участники деятельности корпорации. Так, согласно ч.1 ст.1 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»¹ (далее – Закон РУз об АО), который является фундаментальным, всеобъемлющим правовым актом РУз по корпоративному праву, «отношения, связанные с созда-

¹ См.: Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» от 26.04.1996 №223-I// ИПС «Норма» от 24.04.2004.

нием, деятельностью и ликвидацией акционерных обществ, защитой прав акционеров, регулируются настоящим Законом и иными актами законодательства Республики Узбекистан». В Законе непосредственно подчеркивается, что его основная цель — защита прав акционеров.

При этом возникает вопрос: кто же является потенциальными нарушителями этих прав, так как именно от полного ответа на данный вопрос зависит правильная интерпретация сущности этих отношений в самом гражданском праве. В подтверждение достаточно обратить внимание на существующий порядок закрепления гражданско-правовых отношений в гражданском праве. Например, абсолютными называются права, которые защищаются от неограниченного круга лиц, а относительными — те права, которые могут быть нарушены со стороны определенного круга лиц. Как видно, фундаментальная классификация этих правовых отношений зависит, главным образом, от их субъектного состава, причем от состава субъектов, состоящего не из любых лиц, а только из тех, кто может потенциально нарушить эти права.

Прежде всего необходимо подчеркнуть, что акционеры обретают свой статус в качестве акционеров именно благодаря акциям, которыми они владеют. При этом в гражданском праве, как известно, акции обладают двойственной природой, т.е. как акции в качестве имущества или документа, удостоверяющего участие акционера в уставном фонде АО, откуда, соответственно, проистекает двойной субъектно-правовой статус акционера в корпоративных отношениях.

Акции выступают в качестве имущества, в первую очередь, в силу изменения их экономического значения в результате развития фондовых рынков и повышения спроса на подобный вид «товара»². По словам Т.Б.Бердниковой, «ценные бумаги — это особый товар, который обращается на рынке и отражает имущественные отношения»³. 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»⁴. Становясь объектом товарного оборота, ценные бумаги, в том числе акции, получают, тем самым, такую же правовую защиту, как и другие объекты вещных прав. Так, согласно ст.83 ГК РУз, вещи, не относящиеся к недвижимости (включая деньги и ценные бумаги), признаются движимым имуществом. Из этого же, соответственно, вытекает,

² См.: Tricker R. I. Corporate Governance. Dartmouth Publishing Company. England: Aldershot, 2000. P.248.

³ 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.

⁴ См.: Гражданское право: В 2 т. Т.1: Учебник /Под ред. Е.А. Суханова. 2-е изд. М., 2002. С.314.

что, приобретая статус собственника акций, акционер становится обладателем абсолютных прав. При этом отсутствует всякая необходимость какой-либо иной интерпретации этих прав, как, например, в качестве корпоративных, поскольку статус акционера как собственника акций с легкостью поддается классической гражданско-правовой интерпретации и успешно может быть защищен институтом права собственности.

Однако существует и более упрощенная природа акций — как документов, удостоверяющих имущественные права акционеров как участников уставного капитала АО. Так, в ст.2 Закона РУз об АО указывается, что «акционерным обществом признается хозяйствующий субъект, уставный фонд которого разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательства общества по отношению к акционерам». В ст.28 этого же Закона указывается, что «акционеры — владельцы простых (обыкновенных) акций могут в соответствии с настоящим Законом и уставом общества участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества — право на получение части его имущества». Таким образом, по законодательству, владение акцией означает также совокупность таких прав, как право на дивиденды, управление и права на оставшееся после ликвидации общества имущество. Последний вид статуса акционеров является первичным не только в том смысле, что в реальности акции, прежде всего, 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 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 выгодными⁵. А именно от производительности акционерного об-

⁵ См.: R o b e r t a S. K a r m e l. Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges // Hastings Law Journal. 2002. № 53. P.367-428.

щества зависит, прежде всего, то, насколько высоко будут оценены его акции на фондовом рынке⁶.

Отсюда видна непосредственная 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 потому, что дальнейшая перспектива осуществления прав акционеров в отношениях 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 как отношения, связанные с осуществлением имущественных прав акционера в качестве участника имущества АО, так 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 заранее⁷. 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

⁶ Подразумевается совокупность отношений по отчуждению и приобретению абсолютных прав на акции в целом, а не какое-либо конкретное место осуществления этих отношений.

⁷ См.: E d w a r d R o c k. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure // Cardozo L. Rev. 2002. № 23. P.675, 690.

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 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.

Надо, 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)»⁸.

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 инвесторами⁹.

И акция, и облигация — это ценные бумаги, выпускаемые юридическими лицами¹⁰ для финансирования своей дальнейшей предпринимательской деятельности, а потому они и названы эмиссионными. Согласно ч.2 ст. 19 Закона РУз об АО, «уставный фонд общества составляет из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами ... Уставный фонд общества определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов». В ч.2 ст.4 этого же Закона указывается, что «акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятель-

⁸ См.: Гражданское право. Т. I. С.319–320.

⁹ 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").

¹⁰ 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.

ностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций». Там же (ч.3 ст.2) указывается, что «общество является юридическим лицом и имеет в собственности обособленное имущество, учитываемое на его самостоятельном балансе». В ст.54 Закона РУз об АО 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, используемым в его предпринимательской деятельности;

— во-вторых, только акционеры несут риск убытков, связанных 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 РУз об АО 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)». Облигация предполагает право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Из этого следует, что, в отличие от акций, доход от облигации фиксирован, он зависит от номинальной стоимости этой ценной бумаги. 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, можно 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 эконо-

мическим и правовым языком, кредитно-обязательственными отношениями. Осуществляя эмиссию облигаций, акционерное общество всего лишь берет средства в долг¹¹, который оно обязано 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 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 управляющим¹², т.е. управленческие права акционеров там не играют столь существенной роли, как, например, обязательное раскрытие информации, которое используется как основной инструмент для самозащиты со стороны акционеров¹³. Поэтому уже с начала XX в. возникло такое понятие, как «активизм акционеров» (shareholder activism)¹⁴.

Как в теории, так и на практике, причина указанной выше классификации объясняется высоким уровнем риска, который испытывают владельцы различных видов ценных бумаг¹⁵.

¹¹ Здесь необходимо заметить, что само слово «облигация» в переводе с латинского означает «долг, обязательство».

¹² 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.

¹³ См.: Ronald Gilson. The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function // American Journal of Comparative Law. 2001. № 49. P. 329–357.

¹⁴ 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.

¹⁵ См.: Daniel J.H. Greenwood. Fictional Shareholders: For whom are Corporate Managers Trustees, Revisited // S. Cal. L. Rev. 1996. № 69. P. 1021.

При этом уровни риска акций и облигаций как средств инвестирования существенно отличаются. В практике развитых стран мира удачно вложившие свои средства владельцы акций обычно получают значительно больше доходов от своих ценных бумаг, чем держатели облигаций, и наоборот, больше рискуют акционеры, чем держатели облигаций¹⁶. Итак, 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 уже указывалось 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 и в Законе РУз об АО, и в ФЗ РФ. По ст.65 Закона РУз об АО (ст.48 ФЗ РФ), 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 ликвидационных 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 предусмотренного Законом преимущественного права акционера на приобретение ценных бумаг, конвертируемых в акции; утверждение регламента общего собрания; дробление и консолидация акций; заключение сделок в случаях, предусмотренных Законом; со-

¹⁶ См.: William T. Allen. Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis // J. Corp. L. 2003. № 28. P.551.

вершение 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 не могут быть переданы на решение исполнительному органу общества.

Как видно, эти полномочия имеют фундаментальное значение в деятельности общества, а потому, исходя из подобного возвышенного статуса акционеров в АО, можно было бы предположить, что их права в обществе как основных инвесторов АО неограниченны. Однако, как указывается в ч.3 ст.48 ФЗ РФ, «общее собрание акционеров не вправе рассматривать и принимать решения по вопросам, не отнесенным к его компетенции настоящим Федеральным Законом». Далее, как указывается в ч.1 ст.69 ФЗ РФ, «руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) и коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией)». Отсюда видно, что 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 заинтересованностью¹⁷ и другие возможные случаи в хозяйственной деятельности АО, чреватые серьезной потенциальной угрозой правам и интересам акционеров.

Взять, например, полномочие общего собрания на утверждение крупных сделок. Согласно ч.3 ст.90 Закона об АО, решение о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество стоимостью 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 имущественных интересов. Отсюда же видна и нелогичность отнесения некоторыми авто-

¹⁷ См.: п.п.16,17 ст.48 Закона РУз об АО, а также п.п.15,16 ст.65 ФЗ РФ.

рами управленческих прав акционеров к неимущественным правам¹⁸.

Вместе с тем нельзя не отметить, что в Законе РУз об АО такие ограничения полномочий общего собрания АО, какие представлены в ст. ст. 48 и 69 ФЗ РФ, — не предусмотрены. На практике это 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 РУз об АО). Поэтому полагаем целесообразным предусмотреть эту норму непосредственно в Законе.

Возьмем другое фундаментальное право акционеров — право на информацию о деятельности АО. Согласно ст. 105 Закона РУз об АО, «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 последних документов объясняется, главным образом, тем, что они часто содержат ценную коммерческую информацию, являющуюся тайной для конкурентов АО¹⁹. 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, это 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 АО.

В результате законно возникает вопрос — кто же тогда выступает от имени АО, если не сами акционеры? В российской и узбекской системах корпоративного управления наблюдательный

¹⁸ См.: Л о м а к и н 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.: Б е л о в В. А., П е с т е р е в а Е. В. Хозяйственные общества. М., 2002. С.65.

¹⁹ См.: D a n i e l R. F i s c h e l. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities // Bus. Law. 1982. № 38. P.1.

совет АО тоже выполняет подобную роль в ограниченной мере. Например, как видно из ст.82 Закона РУз об АО, 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 акционеров²⁰ и, таким образом, его роль уподобляется наблюдателю акционеров за деятельностью АО. Если же обратиться к п.2 ст.69 ФЗ РФ, то здесь указывается, что «единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) без доверенности действует от имени общества, в том числе представляет 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 мира 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 постоянно²¹. 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, кото-

²⁰ См.: M a s e y J o n a t h a n R. Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective // J. Corp. L. 1993. № 18. P.200-204; F a j t h - S t e v e l m a n. Kahn Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy // UCLA L. Rev. 1997. № 44. P.579, 605-609.

²¹ См.: E. N o r m a n V e a s e y. The Emergence of Corporate Governance as New Legal Discipline // The Business Lawyer. 1993. № 48. P.1276.

рые в иерархии прав акционеров занимают центральное место.

Подобная структура, конечно, не случайна и возникла в результате 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"²².

В зарубежной литературе подобная проблема обеспечения прав акционеров определяется как агентская проблема или концепция разделения владения и управления²³. В зарубежной литературе почти всего XX в. эта концепция выступала в качестве фундаментальной. Разделение владения и управления относится к сфере, связанной с публичным предпринимательским интересом, т.е. АО²⁴. Это понятие было впервые введено в академический оборот Берлом и Минзом в 1932 г. Они утверждали, что акционеры являются реальными собственниками имущества АО, но наемные менеджеры управляют этим имуществом, а в результате, по их мнению, происходит разделение владения и управления²⁵, и акционеры (остаточные требователи) фактически обладают незначительным или непрямым контролем над принятием решений со стороны исполнительных органов корпорации²⁶.

Однако концепция разделения владения и управления вызывала беспокойство уже со времен Адама Смита. Еще в 1776 г. 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

²² См.: Гражданское право. С.231.

²³ См.: *Williamson Oliver E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes // Journal of Economic Literature, 1981. № 19. P.1537-1568.*

²⁴ См.: *Himmelberg Charles P., Glenn Hubbard R. and Inessa Love. Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital. Mimeo: Columbia University, 2001.*

²⁵ См.: *Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. NY: Macmillan, 1932.*

²⁶ См.: *Thomas R. Hurst & Larry J. Mc Guinness. The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties // J.L. & Com. 1991. № 10. P.187, 205.*

за собственными²⁷. 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 предприятий²⁸.

В условиях разделения владения и управления владелец/менеджер обладает двумя основными признаками. Владелец/менеджер, во-первых, принимает решения по управлению компанией, а во-вторых, имеет право требования на прибыль компании²⁹. 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 обладают относительно меньшими остаточными требованиями³⁰.

Недостаток контроля (коллективных действий или координации) со стороны акционеров приводит к появлению проблемы свободного хищника (*free-rider*)³¹. 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 акционеров³². Несмотря на это, голосование могло бы стать эффективным инструментом контроля, если бы отсутствовали проблемы коллективного действия акционеров³³. 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 материаль-

²⁷ См.: Frankfurter 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.

²⁸ См.: Adam Smith. The Wealth of Nations. Book 5. Chapter 1. Part 3. Art. 1.1776.

²⁹ См.: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Corporate Control Transactions // Yale L.J.1982. № 91. P.698,710.

³⁰ См.: Fama E. and Jensen M. Separation of Ownership and Control // The Journal of Law and Economics. June, 1983. XXVI. P.301-350.

³¹ См.: E. Norman Veasey. The Defining Tension in Corporate Governance in America // The Business Lawyer. 1997. № 52. P.393,401.

³² См.: Ralph K. Winter Jr. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. 1977. № 6. P.251.

³³ См.: Laura Linn. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence // N.W.U.L. Rev. 1996. № 90. P.898, 914.

ный выигрыш его будет незначительным по сравнению с его затратами на обеспечение эффективного управления компанией³⁴.

Хорошее объяснение возникновению корпоративных проблем дает теория фирмы в ее последующих проявлениях, как теория неполных контрактов и агентская теория. По сути, теория фирмы стала логическим продолжением изучения концепции разделения владения и управления. При этом главное внимание в данной теории концентрируется на деятельности корпораций, и в основе ее лежит понимание корпорации как договора между акционерами и управляющими, или, говоря языком теории фирмы, как связки договоров³⁵. Как отмечает Л. Корнхаузер, «термин связка контрактов стал революционным лозунгом, который трансформировал не только понимание права, но и само право»³⁶.

Надо заметить, что при изучении почти всех проблем правового регулирования деятельности корпораций за методологическую основу также были приняты фундаментальные концепции теории фирмы, дающей объяснение некоторым сложным вопросам 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».

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 интересов³⁷. Дженсен и Меклинг утверждают, что ценность АО увеличивается вместе с концентрацией владения, тогда как изменение структуры владения сближает интересы акционеров и менеджеров³⁸. 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 опре-

³⁴ См.: J a y W. L o r s c h & E l i z a b e t h M a c i v e r. Pawn or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. 1989. P.17-18.

³⁵ См.: F a m a E u g e n e F. Agency Problems and the Firm // Journal of Political Economy. April, 1980. Vol.88. № 2. P.288-307.

³⁶ См.: L e w i s A. K o r n h a u s e r. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. 1989. № 89. P.1449-1458.

³⁷ См.: J e n s e n M i c h a e l C. and M e c k l i n g W i l l i a m H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. October, 1976. Vol. 3. № 3. P.305-360.

³⁸ Idem.

деляют агентские затраты как сумму контролирующих расходов, понесенных принципалом, агентских расходов 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 принципалу³⁹.

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 адаптации к непредвиденным обстоятельствам⁴⁰.

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, т.е., говоря более стандартным языком, — разделении владения и управления. Предприниматель или менеджер получает финансирование от инвесторов либо для того, чтобы вложить их средства в развитие производства, либо чтобы получить обратно, в форме наличности. Инвесторам требуются специализированные знания и опыт менеджера для получения прибыли по своим вкладам. Менеджер же 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 вложения акционеров не были экспроприированы (присвоены) или растрочены на бесперспективные проекты.

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 управляющих⁴¹.

И, наконец, самой острой проблемой является то, что управляющие могут присваивать ресурсы акционеров путем усиления

³⁹ Idem.

⁴⁰ См.: Hart O. and Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation // *Econometrica*. 1988. №56. P.755-786.

⁴¹ В другом случае В. Познер (президент) получил в 1985 г. 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).

своих позиций, даже продолжая работать в компании, тем более, если они не имеют необходимых качеств для управления компанией⁴². Как отмечают Иенсен и Рубек, плохие управляющие являются «наиболее дорогостоящим свидетельством» агентской проблемы⁴³.

Действия управляющих, будь то в форме присвоения вложений инвесторов или нерационального распределения фондов компании, сокращают объем ресурсов, необходимых для финансирования деятельности компании⁴⁴ и наносят прямой ущерб инвесторам, акционерам. Причем даже всякого рода ограничения для управляющих зачастую не дают ожидаемого результата⁴⁵.

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 влечет за собой обесценивание их акций и фактически означает потерю ими своего имущества, и 2) крах общества, что также делает их инвестиции затраченными впустую. Экспроприация имущества АО ведет к неэффективной деятельности общества, что, естественно, прямо отражается на благосостоянии акционеров.

Из всего сказанного можно сделать вывод о том, что корпоративные отношения являются, в первую очередь, отношениями экономическими, цель которых — 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, причем правовое значение первого зависит от уровня защищенности корпоративных прав. Отсюда, следовательно, 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 от-

⁴² См.: Shleifer A., Vishny R. Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments // Journal of Financial Economics. 1989. № 25. P. 123-140.

⁴³ См.: Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. 1988. № 11. P.5-50.

⁴⁴ См.: Grossman S., Hart. O. The Costs and Benefits of Ownership. 1986. P.652.

⁴⁵ См.: Shleifer A. A Survey of Corporate Governance. 1989. P.10.

личие 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 по сути 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.

Как показывает рассмотренный нами материал, обязательственные отношения в АО 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 РУз об АО, 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»⁴⁶, 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 обязуются управлять имуществом акционеров в интересах акционеров. Именно за управляющими компаниями 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

⁴⁶ 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.

ответственность несут те конкретные лица, от которых фактически зависит формирование воли такого юридического лица, как АО.

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

МУНДАРИЖА

Р. М. А л и м о в. Марказий Осиё: концептуал таҳлил	3
Ж. А б д у р а с у л о в а. Институцион қайта қуриш – Ўзбекистон иқтисодиёти бозор трансформациясининг омилдир.....	16
Н. И с л о м о в а. Марказий Осиё минтақасида сув ресурсларини бошқаришнинг узига хос хусусиятлари	20
С. С а и д м а ҳ м у д о в. Инвестицион лойиҳаларни жорий этишдаги хавфни баҳолаш усулига доир.....	25
М. М. В о ҳ и д о в. Ўзбекистон Республикасида корпоратив бошқарувнинг ривожланиши	33
С. С. Г у л о м о в. Корпоратив муносабатлар ва «агентлик муаммоси»нинг ҳуқуқий моҳияти	41
А. А. Я к о в е н к о. Информацион воситачиларнинг ҳуқуқий ҳолати ва масъулияти ҳақида.....	58
С. И. А с ф а н д и ё р о в. Саноатга эгалик ҳуқуқини ҳимоя қилишда халқаро битимнинг урни	66
Д. Ю. М и ш а р е в. Ўзбекистон – Германия: иқтисодий ҳамкорлигининг янги марралари.....	73
З. Р. Қ о д и р о в а, Э. Р. Қ о д и р о в а. Ўзбекистон ёшларининг бозор муносабатларидаги интеграцияси муаммоларига доир.....	83
Г. И. Р а ҳ и м о в а. Хотин-қизлар ҳуқуқларининг шаклланиши ва ривожланиши тарихидан.....	90
Г. В. Н и к и т ч е н к о. Ўрта аср Шарқ намояндалари меросида ижоднинг назарий муаммолари ҳақида	103

Тарих саҳифалари

А. Н. Р а с у л о в. РКП (б) партия ходимларининг қунимсизлиги ва Туркистондаги аҳвол (1921—1923 йй.)	118
--	-----

Илмий маълумотлар

Г. Д. Б а у б е к о в а. Халқнинг этнопедагогик пансофияси ҳақида	125
В. В. Л у н е в а. Хоразм антик даври курак зеб-зийнатлари ҳақида	131
Г. Н. Қ у р б о н о в. Бухоро Давлат музей-қўриқхонасининг янги намуналари	137

Манбашунослик

З. Т. О р и п о в. Ноёб мусиқий манба	140
---	-----

Ахборот

М. Қ о д и р о в а. Хожа Аҳрор Валий таваллудининг 600 йиллигига бағишланган анжуман	148
Б. Х. М а т б о б о е в. 2003 йил Ўзбекистонда археологик ишлар якунига бағишланган илмий сессия.....	150

Янги китоблар

Э. У м а р о в. Лугати туркий ва форсий ва арабий ва ҳиндий ва истилоҳи Шуштар ва гайра.....	153
--	-----

СОДЕРЖАНИЕ

Р. М. А л и м о в. Центральная Азия: концептуальный анализ.....	3
Дж. А б д у р а с у л о в а. Институциональные преобразования как фактор рыночной трансформации экономики Узбекистана.....	16
Н. И с л а м о в а. Специфика управления водными ресурсами в Центрально-азиатском регионе.....	20
С. Са и д м а х м у д о в. К методике оценки рисков при реализации инвестиционных проектов.....	25
М. М. В о х и д о в. Развитие корпоративного управления в Республике Узбекистан.....	33
С. С. Г у л я м о в. Правовая сущность корпоративных отношений и «агентская проблема».....	41
А. А. Я к о в е н к о. О правовом положении и ответственности информационных посредников.....	58
С. И. А с ф а н д и я р о в. Роль международных соглашений в охране права промышленной собственности.....	66
Д. Ю. М и ш а р е в. Узбекистан — Германия: новые рубежи экономического партнерства.....	73
З. Р. К а д ы р о в а, Э. Р. К а д ы р о в а. К проблеме интеграции молодежи Узбекистана в рыночные отношения.....	83
Г. И. Р а х и м о в а. Из истории становления и развития прав женщин.....	90
Г. В. Н и к и т ч е н к о. О теоретических проблемах творчества в наследии мыслителей средневекового Востока.....	103

Страницы истории

А. Н. Р а с у л о в. Текучка партийных работников РКП (б) и положение в Туркестане (1921—1923 годы).....	118
--	-----

Научные сообщения

Г. Д. Б а у б е к о в а. Об этнопедагогической пансофии народа.....	125
В. В. Л у н е в а. О нагрудных украшениях эпохи античного Хорезма.....	131
Г. Н. К у р б а н о в. Новые поступления Бухарского Государственного музея-заповедника.....	137

Источниковедение

З. Т. А р и п о в. Уникальный музыкальный источник.....	140
---	-----

Хроника

М. К а д ы р о в а. Конференция, посвященная 600-летию Ходжи Ахрара Вали.....	148
Б. Х. М а т б а б а е в. Научная сессия по итогам археологических работ 2003 года в Узбекистане.....	150

Новые книги

Э. У м а р о в. Тюркско-персидско-арабско-хиндский словарь.....	153
---	-----

НАШИ АВТОРЫ

- Кадырова З.Р. — доктор философских наук, ведущий научный сотрудник Института философии и права им. И. М. Муминова АН РУз.
- Алимов Р. М. — кандидат политических наук, директор Института стратегических и международных исследований при Президенте Республики Узбекистан.
- Баубекова Г. Д. — кандидат педагогических наук, доцент ТГЭУ.
- Гулямов С. С. — кандидат юридических наук, доцент ТГЮИ.
- Кадырова Э. Р. — кандидат философских наук, зав. кафедрой ТАСИ.
- Курбанов Г. Н. — кандидат исторических наук, зав. Отделом Бухарского Государственного музея-заповедника.
- Лунева В. В. — кандидат искусствоведения, ст. научный сотрудник НИИ искусствознания АХ РУз.
- Никитченко Г. В. — кандидат философских наук, доцент ТГЭУ.
- Расулов А. Н. — кандидат исторических наук, доцент НамГУ.
- Арипов З. Т. — доцент Узгосконсерватории.
- Вохидов М. М. — соискатель ТГЮИ.
- Рахимова Г. И. — соискатель УМЭД.
- Мишарев Д. Ю. — ст. преподаватель ТГТУ.
- Абдурасулова Дж. — аспирант НУУ им. Мирзо Улугбека.
- Асфандияров С. И. — аспирант Института водных проблем АН РУз.
- Исламова Н. — аспирант Института водных проблем АН РУз.
- Саидмахмудов С. — аспирант Института экономики АН РУз.
- Яковенко А. А. — магистрант НУУ им. Мирзо Улугбека.