



Институт экономики переходного периода
103918, Россия, Москва, Газетный переулок д. 5
6596, www.iet.ru

Тел./ факс 229

Особенности формирования национальной модели корпоративного управления

Авторы:

Радыгин А.Д., д.э.н. (руководитель проекта)

Энтов Р.М., профессор, д.э.н., академик РАН

Межерауис И.В

**Москва
Май 2003 г.**

Оглавление

Оглавление	2
Введение	4
Раздел 1. Различные типы корпоративного управления	6
1.1. «Семейное владение», «атомистическая» корпорация и процессы концентрации	6
1.2. «Японский» тип корпоративного управления	10
1.3. «Немецкий» тип корпоративного управления	14
1.4. Роль рыночного перехвата акционерного контроля (англо-американский тип корпоративного управления).	17
1.5. Роль рынков капитала.	22
1.6. Корпоративное управление в развивающихся странах.....	25
Раздел 2. Некоторые проблемы корпоративного управления в	29
постсоциалистической экономике.	29
2.1. Экономические реформы и приватизация.....	29
2.2. Приватизация и корпоративное управление.	31
2.3. Роль «окопавшегося менеджмента».....	38
2.4. Некоторые особенности российской системы корпоративного управления.....	41
2.5. Противоречивые изменения в современных подходах рынка к проблемам корпоративного управления.....	57
Раздел 3. Некоторые проблемы совершенствование российского корпоративного законодательства	62
3.1. Некоторые проблемы регулирования правового положения акционерных обществ с небольшим числом акционеров и возможные пути их решения.....	62
3.2. Необходимость совершенствования законодательства в области раскрытия информации.	68
3.3. Проблемы применения законодательства в области ответственности за нарушение прав и законных интересов инвесторов.	72
3.4. Пробелы в правовом регулировании механизма изменения типа акционерного общества и их устранение.....	78
3.5. Пробелы в правовом регулировании реорганизации акционерных обществ и предложения по их устранению.....	80
3.6. Некоторые пробелы в правовом регулировании института дробных акций и возможные пути их устранения.	93
3.7. Пробелы в правовом регулировании порядка подготовки и проведения общих собраний акционеров и предложения по их устранению.	99
3.8. Некоторые проблемы, возникающие при рассмотрении споров в области корпоративных отношений и возможные пути их решения.....	107
3.9. Пробелы в правовом регулировании вопроса о преимущественном праве приобретения акций в закрытом акционерном обществе и возможность их устранения.....	118
3.10. Пробелы в законодательстве, связанные с заключением сделок с заинтересованностью.....	121

3.11. Приобретение 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества.....	123
3.12. Порядок заключения крупных сделок и выкуп акций крупным акционером: пробелы в правовом регулировании.....	125
3.13. Практические проблемы, связанные с признанием сделок с заинтересованностью и крупных сделок недействительными.....	127
3.14. Проблемы определения рыночной стоимости имущества и пути их разрешения.....	129
3.15. Закон «О рынке ценных бумаг»: основные новации и возможные последствия для рынка	132
Заключение	142
Библиография	155

Введение

Целью настоящего исследования, продолжающего тематику корпоративного управления, является рассмотрение теоретических подходов, сложившихся при анализе классических моделей корпоративного управления, изучение новаций в сфере корпоративного управления в России и разработка прикладных рекомендаций в области корпоративного законодательства, включая оценку применения в 2002-2003 гг. поправок в закон «Об акционерных обществах» 2001 года.

В первой части исследования представлен теоретический обзор классических моделей корпоративного управления. Помимо классических моделей (японская, германская и англо-американская), рассматриваются «семейные владения», «атомистическая корпорация», процессы концентрации и роль рынков капитала для различных моделей. Англо-американская модель исследуется в контексте рыночного перехвата корпоративного контроля. Отдельный параграф посвящен проблемам корпоративного управления в развивающихся странах.

Во второй части исследования рассматриваются общие тенденции развития корпоративного управления в пост-социалистической экономике (влияние приватизации, роль «окопавшегося менеджмента» и др.), а также основные последние тенденции развития корпоративного сектора в России, в том числе в контексте особенностей национальной модели.

Третья часть посвящена вопросам дальнейшего совершенствования корпоративного законодательства, прежде всего в рамках действующего закона «Об акционерных обществах». В частности, рассмотрены такие проблемы как: правовое регулирование акционерных обществ с небольшим числом акционеров, совершенствование законодательства в сфере раскрытия информации, применение законодательства в области ответственности за нарушение прав и законных интересов инвесторов, правовое регулирование механизма изменения типа и реорганизации акционерного общества, регулирование института дробных акций и вопросов преимущественного права приобретения акций, пробелы в порядке подготовки и проведения общих собраний акционеров, споры в области корпоративных отношений, сделки с заинтересованностью, крупные сделки и сделки по приобретению более 30 процентов акций акционерного общества, определение рыночной стоимости имущества и ряд других. Здесь же рассматриваются основные новации последней редакции закона «О рынке ценных бумаг» и их возможные последствия для развития рынка. Хотя

необходимость серьезных изменений в соответствующем законодательстве очевидна, отнюдь не все новации можно рассматривать как позитивные.

В заключении представлены подготовленные в процессе исследования прикладные рекомендации касательно средне- и долгосрочного государственного регулирования в области корпоративного законодательства и корпоративного управления.

Работа подготовлена в рамках проекта ИЭПП, финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID).

Практическое использование результатов проекта может быть связано с разработкой рекомендаций по концептуальным направлениям развития и подготовке проектов новых нормативно-правовых актов государственного регулирования отношений, складывающихся в рамках системы корпоративного управления и защиты прав акционеров (инвесторов) в России.

Потенциальными пользователями результатов проекта могут быть Правительство РФ (в частности, Департамент экономики и управления собственностью Аппарата Правительства РФ), Государственная Дума Федерального Собрания РФ (в частности, Комитет по собственности, Комитет по экономической политике и предпринимательству), Экспертное и Экономическое Управления Президента РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, Министерство экономического развития и торговли РФ (в частности, Департамент регулирования предпринимательской деятельности и развития корпоративного управления), Министерство государственного имущества РФ.

Раздел 1. Различные типы корпоративного управления

1.1. «Семейное владение», «атомистическая» корпорация и процессы концентрации

"Классическим" объектом анализа в теории корпоративного управления (КУ) обычно служит крупная корпорация, характеризующаяся распределением акций среди большого количества акционеров. Так, в Англии к концу 1995 года лишь в двух из двадцати крупнейших корпораций прямой и косвенный (осуществляемый с помощью многоярусных пирамидальных структур акционерной собственности) контроль со стороны самого крупного акционера превышал 10%; ни в одной из этих корпораций такой контроль не достигал 20% общего числа голосов. Исследования распределения акционерной собственности свидетельствуют, однако, что подобная структура крупных корпораций может считаться типичной лишь для немногих стран. Итоги эмпирических исследований говорят о том, что структура отношений собственности и контроля, по-видимому, в немалой степени зависит от сложившейся судебной-правовой системы: чем менее эффективна система защиты прав акционеров, тем выше при прочих равных условиях концентрация прав собственности и контроля.

Р.Ла Порта, Ф.Лопес-де-Силанес и А.Шлейфер, предпринявшие специальное исследование в данной области (см. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer 1999), использовали понятие корпорации с широко распространенным владением (widely held corporation). К их числу они относят компании, в которых ни один собственник не может прямо или косвенно распоряжаться 20% или более (в других расчетах 10% и более) всех голосов. При этом в каждой из рассматривавшихся стран выделялось 20 крупнейших (по размерам капитализации на конец 1995 г.) частных компаний. Оказалось, что корпорации с распыленным владением акциями наиболее широко распространены в Англии, США, Японии, Канаде, Швейцарии, Австрии. В большинстве остальных стран удельный вес таких компаний был намного ниже: так, доля компаний, в которых крупнейший акционер контролировал менее 10% всех голосов, в Германии составляла 35%, во Франции - 30%, в Италии и Испании - 15% общей выборки, а в ряде стран, например, в Аргентине, Бразилии или Мексике вообще

не удалось обнаружить ни одной крупнейшей корпорации, характеризующейся "атомистической" структурой владения акциями¹.

В большинстве стран степень концентрации акционерной собственности внутри фирмы оказывается довольно высокой. В другом исследовании (La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998), выделявшем по 10 крупнейших корпораций в 49 странах, получены следующие результаты: средняя доля трех крупнейших акционеров по всей совокупности составляла 46% (медиана - 45%). Довольно четко просматривается зависимость сосредоточения акционерной собственности от уровня экономического развития страны: в более развитых странах показатели концентрации, как правило, оказываются ниже.

Во многих странах преобладающим типом акционерной собственности до нашего времени остается семейное владение (по мнению авторов упомянутых исследований, такие структуры особенно характерны для стран, в которых законодательство хуже защищает права акционерной собственности)². В выборке, включившей 20 крупнейших корпораций, на семейное владение в Бельгии, Израиле и Греции приходится 50%, в Швеции и Португалии - 45% всей акционерной собственности. Еще большей доля семейной собственности оказывается, понятно, среди компаний средних размеров и мелких фирм.

Характеристика "семейное владение" охватывает сегодня самые различные социально-экономические стереотипы - от группы лиц, связанных родственными отношениями и осуществляющих спекулятивные операции на рынке корпоративного контроля, до тех семей в странах Юго-Восточной Азии, для которых сохранение своего бизнеса в данной отрасли является "делом принципа" (см. Rowley, 1987). И все же с точки зрения вовлеченности в хозяйственные операции компании с преобладающей долей семейных собственников, по-видимому, "полярно" отличаются от компаний с доминированием институциональных инвесторов. Принадлежащий таким семьям портфель акций, как правило, диверсифицирован меньше, чем у других крупных владельцев.

Акционерная собственность при этом частично утрачивает анонимный характер: операции компании и ее деловая репутация во многих случаях напрямую увязываются с именем соответствующей семьи. Отсюда и более непосредственные

¹ Еще реже, разумеется, распыленное владение удастся обнаружить среди остальных корпораций.

связи между акционерной собственностью и управлением: так, представители семьи нередко прямо присутствуют в высших эшелонах управления корпорации.

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 стратегического пакета акций в распоряжении отдельной семьи или нескольких семей (см. Shleifer, Vishny 1997; La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998).

Вслед за указанными работами появились и теоретические модели, показывающие, что при определенных допущениях можно продемонстрировать следующее правило: в стране, эффективно обеспечивающей 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 инвестиционных процессов (см., например, Shleifer, Wolfenzon, 2000).

Заметим, что недостаточная защита (мелких) акционеров и сравнительно низкий уровень развития рынка ценных бумаг объединены между собой, по-видимому, как прямыми, так и обратными связями: так неликвидность многих акций на менее развитых рынках делает их владельцев по существу еще менее защищенными, а это, в свою очередь, способствует концентрации акционерной собственности и уменьшению рыночной мобильности акций.

Семейный контроль, получивший широкое распространение во многих странах, может, как отмечалось выше, сблизить собственность и управление и тем самым до известной степени ограничивать издержки, связанные с делегированием полномочий (agency costs). Такой контроль не гарантирует, однако, не только оптимального, но хотя бы сколько-нибудь профессионального управления, а приглашенные в такие корпорации специалисты (и "внешние" директора) не могут занять столь же независимую позицию, как в корпорации с атомистической структурой.

² Распространение семейного акционерного контроля в сравнительно менее развитых странах рассматривается ниже.

Одним из проявлений концентрации акционерного контроля можно считать сосредоточение преобладающей части акций у сравнительно небольшого числа владельцев; в "предельном" случае такие компании представляют собой *closely held corporations*. Эмпирические исследования показывают: наибольшее распространение такие корпорации получили в развивающихся странах (см. ниже), а также в тех странах Европы и Америки, которые характеризуются сравнительно меньшей "глубиной" финансовых структур. Так, в Греции на такие компании приходится 75,2%, в Турции - 70,9%, в Израиле - 58,0% рыночной капитализации всех корпораций, тогда как в Соединенных Штатах аналогичный показатель составляет 7,9%, а в Великобритании - 9,9% (см. Pinkowitz, Stulz, Williamson, 2001, Table 1).

Поскольку в биржевом (и во внебиржевом) обороте акции таких корпораций чаще всего практически отсутствуют или представлены в сравнительно небольших количествах, такие компании в гораздо меньшей степени поддаются регулированию, осуществляемому рынком капитала. Даже в США - стране, где рынок ценных бумаг, по-видимому, играет особенно большую роль, корпорации сравнительно редко могут оказаться объектом агрессивного поглощения и последующего полного обновления управленческого персонала (см. Morck, Shleifer, Vishny, 1988).

Во многих случаях система семейного владения предполагает использование представителями семейного бизнеса "многоголосых" акций ³ и других средств упрочения акционерного контроля. Недостаточное развитие правовой и судебной защиты "внешних" инвесторов в некоторых странах может неблагоприятно сказываться на процессах экономического роста. Так, Р. Рэджен и Л. Зингалес показали, что те сектора (отрасли) экономики, рост которых в наибольшей степени зависит от внешнего финансирования, достигают сравнительно более высокого уровня развития в тех странах, где "внешние" собственники должны чувствовать себя наиболее защищенными (см. Rajan, Zingales, 1998).

Эмпирические исследования последнего времени до некоторой степени ослабили интерес к теоретическому исследованию "атомистической" корпорации. В Японии и в странах континентальной Европы даже в самых крупных компаниях (акции которых могут котируются не только на национальных биржах, но и за рубежом) чаще всего собственность и контроль характеризуются весьма высокой

³ Так, довольно полное исследование канадских семейных компаний показало, что 2/3 всех обследованных фирм использовали многоголосые акции - см. Smith, Amoako-Adu, 1999.

степенью концентрации. Во многих случаях контролирующий собственник непосредственно вовлечен в процессы управления. В указанных случаях действие регулирующих сил, порождаемых рынком капитала, может наталкиваться на специфические ситуации, когда "враждебное" поглощение неэффективной компании оказывается практически маловероятным.

Больше того, можно показать, что при современных формах организации акционерной компании складывается система хозяйственных стимулов, препятствующих дроблению сложившихся крупных пакетов акций: такое дробление неизбежно повлекло бы за собой снижение рыночной стоимости фирмы (см. Shleifer, Vishny 1986).

1.2. «Японский» тип корпоративного управления

На протяжении послевоенного периода особый интерес для многих экономистов представлял японский тип КУ. В Японии значительная часть акций сконцентрирована у банков и других финансовых институтов, возглавляющих крупные хозяйственные группы ("кейрецу"). На долю банков, страховых компаний и других финансовых учреждений к началу 70-х годов приходилось 35%, а в 1993 году 42% всех котируемых акций. Вместе с тем значительная часть акционерной собственности представлена перекрестными владениями (прежде всего в рамках существующей группы): нефинансовые корпорации в 1970 году сосредоточивали 23%, а в 1993 году 28% всех котирующихся акций (Berglöf, 1998).

Крупнейшие акционеры обычно прямо или косвенно представлены в советах директоров. В рамках группы осуществляется не только координация хозяйственных операций, но также обмен информацией и профессиональная экспертиза ⁴. Если корпорация сталкивается с хозяйственными затруднениями, возглавляющее группу финансовое учреждение может направить (по крайней мере на время) управляющих высшего ранга для урегулирования проблем компании.

⁴ Большую роль при этом играет неформальная подготовка решений. Обсуждение важных вопросов развития корпорации часто осуществляется в ходе частных встреч и неформальных совещаний крупнейших акционеров группы (например, на регулярных собраниях так называемых президентских клубов).

Головной банк обычно организует финансирование важнейших инвестиционных проектов, осуществляемых в рамках группы ⁵, причем, как показывает статистический анализ, наиболее крупные суммы (не обязательно от этого банка) получают заемщики, тесней всего связаны с головным учреждением (см. Hoshi, Kashyap, Sharfstein 1991). Чрезвычайно важную роль в обеспечении денежными ресурсами играет система перекрестной собственности, связывающая нефинансовые корпорации со специализированными кредитными учреждениями и страховыми компаниями (Gilson, Roe 1993), а с начала 90-х гг. особую роль стала играть помощь банков в размещении обязательств на рынке ценных бумаг.

В эконометрических расчетах Ф. Личтенбергера и Дж. Пашнера предпринимается попытка связать эффективность компании (движение совокупной производительности) с типом владельца корпораций. На протяжении 1976-1989 гг. авторы обнаруживают существенную положительную корреляцию между темпами роста совокупной производительности, достигаемыми в рамках компании, и акционерной собственностью финансовых учреждений (Lichtenberg, Pushner, 1992, Table 3). Впрочем, при этом остается открытой проблема выбора эндогенной переменной: не исключено, что финансовые учреждения просто предпочитают сохранять в своем портфеле акции наиболее перспективных компаний.

Одну из особенностей японского типа КУ ряд авторов видит в том, что крупные фирмы, выступающие в качестве основных собственников корпорации, могут поступиться некоторой частью текущих доходов в обмен на сравнительно большую стабильность потоков чистого дохода и другие выгоды, проистекающие из сотрудничества в рамках группы (см., например, Taylor, 1990). Статистические расчеты могут свидетельствовать о том, что на протяжении 80-х норма прибыли на акционерный капитал у японских корпораций была действительно ниже, чем, скажем, у американских. Вместе с тем существенно меньше оказывались как отраслевые различия в нормах прибыли, так и размах ее циклических колебаний (Blaine, 1993; Jakobson, Aaker, 1993).

При всей условности подобных расчетов (различия в методах бухгалтерского учета, неодинаковая отраслевая структура, несходные фазы жизненного цикла ведущих отраслей, различия в условиях торговли на мировых рынках и т.д.) устойчиво меньшие

⁵ В США многие владельцы наибольших пакетов акций тщательно избегают прямого кредитования этих компаний (см. Clyde 1989).

значения дисперсии могли отражать некоторые существенные тенденции в движении показателей рентабельности японских корпораций. Однако неблагоприятные тенденции, обнаружившиеся в развитии японской экономики на протяжении последних лет, способствовали значительному снижению этих показателей.

Сравнительная стабильность отношений рентабельности отражалась и в поведении финансовых рынков. Так, реакция рыночной цены акций на одинаковые изменения дивиденда в Японии чаще всего оказывалась значительно менее интенсивной, чем в США. Авторы специального исследования приходят к следующему выводу: размер выплачиваемых дивидендов, как «сигнал», который в условиях асимметричной информации обеспечивает сведения о последующих доходах корпораций, в Японии играет сравнительно меньшую роль (Dewenter, Warther 1998). Это может согласовываться с теоретическими соображениями, согласно которым при японском типе КУ проблемы асимметричной информации оказываются несколько менее острыми.

Отметим ещё одну специфическую черту системы КУ, в которой центральную роль играют финансовые учреждения: влияние последних обнаруживает себя лишь в ситуациях резкого ухудшения дел в контролируемых компаниях. В таких случаях поддержка банка придает компаниям, входящим в состав группы, сравнительно большую устойчивость в случаях неожиданного ухудшения конъюнктуры.

Известно немало случаев, когда головные банки оказывали активную помощь аффилированным фирмам, спасая их от банкротства (см. Sheard, 1985; Aoki, 1990). Эконометрический анализ показывает: в уравнениях, характеризующих ("нормальные") размеры ликвидных средств (поступление денег, вложения в краткосрочные бумаги), у фирм, входящих в состав крупнейших групп, коэффициенты регрессии оказывались в 8-12 раз меньше, чем у независимых фирм (Hoshi, Kashyap, Sharfstein, 1991).

Поддержку со стороны головного банка нельзя, однако, считать «бесплатной». Одной из причин сравнительно более низкой нормы прибыли у японских нефинансовых корпораций, вероятно, может считаться перераспределение чистого дохода в рамках группы. Такое перераспределение предполагает, в частности, присвоение дополнительных доходов головным банком. М.Аоки называет это платой за делегирование полномочий – agency fee (см. Aoki, 1988).

Исследования показывают, что при учете различных факторов, влияющих на издержки обслуживания долга, входившие в группу нефинансовые корпорации в

среднем направляли головному банку платежи, значительно превосходившие аналогичные издержки независимых фирм (см. Hoshi, Kashyap, Sharfstein, 1990b)⁶.

Как только с конца 80-х годов появилась возможность выхода на «открытый» рынок долговых обязательств, корпорации предпочли прибегнуть к размещению своих облигаций (причем и при осуществлении этих операций многие фирмы нуждались в организационных услугах и поддержке крупных финансовых институтов)⁷. Тем самым более прозрачными оказываются причины, побуждавшие крупнейшие японские банки активно противодействовать правительственным мерам, направленным на развитие рынка частных долговых обязательств (см. Karp, Koine 1990).

Иерархическая структура отношений, складывающихся в японской корпорации, и особая роль представителей головного банка в этой структуре делает руководителей компании сравнительно менее зависимыми от текущих решений, которые может принять собрание акционеров. Некоторые характеристики системы КУ, сложившейся в Японии, могут свидетельствовать о том, что японские менеджеры, как правило, лучше защищены от влияния инвесторов (особенно от требований мелких акционеров), чем, скажем, американские управляющие (см. Kang, Stulz, 1996). В соответствии с концепцией, делающей акцент на роли инициатив и самостоятельных решений менеджмента (см. Burkart, Gromb, Panunzi 1997), такая защищенность способствует реализации более долгосрочной стратегии развития корпорации и росту специализированных инвестиций, осуществляемых менеджментом.

С другой стороны, в японских корпорациях особенно слабы связи между увеличением рыночной стоимости компании и материальным стимулированием высших эшелонов менеджмента. Практика многих фирм исключает использование акционерных опционов для высших управляющих. Более того, в ряде японских компаний в случае уменьшения дивидендов (приостановки их выплаты) автоматически перестают начисляться и бонусы менеджерам, тогда как увеличение дивидендных выплат никогда не может повлечь за собой повышение бонусов (Kester, 1986, p.15).

⁶ Более общий теоретический анализ соотношений, которые складываются между финансированием, осуществляемым из внутренних источников («внутренних» рынков) и «внешними» рынками капитала, приводится в работе Gertner, Sharfstein, Stein 1994

⁷ Привлекает внимание в этой связи следующая особенность корпоративных финансов: на протяжении 70-х –80-х годов у японских компаний – в отличие от американских – наблюдалась отрицательная корреляция между величиной финансового рычага и нормой прибыли на акционерный капитал (Kester 1986).

Существование устойчивых промышленных групп не означает, разумеется, что в каждой из японских корпораций сложилась некая застывшая система акционерного контроля и КУ. Многие изменения, имевшие место на протяжении 80-х-90-х годов, способствовали сближению структуры акционерной собственности и контроля в Японии и англосаксонских странах. И все же до настоящего времени одной из отличительных черт японского типа КУ может считаться большая (в сравнении с англосаксонской моделью) координированность усилий stakeholders—предпринимателей, работников, кредиторов, «смежных» фирм, входящих в группу, и др.

Определенные параллели с другими странами все более отчетливо выявляются и в отношениях между собственниками корпорации и управленческим персоналом. Японские фирмы исходят, как известно, из принципа набора основной массы работников на длительный срок, но это отнюдь не означает, что высшие менеджеры могут рассчитывать на прочное «закрепление» за ними руководящих должностей. Исследования, посвященные особенностям КУ в Японии, приходят к следующим выводам: в тех японских корпорациях, в которых крупные пакеты акций сосредоточены у небольшого числа владельцев, при заметном ухудшении характеристик хозяйственной деятельности возрастает вероятность смещения («передвижения по службе») топ-менеджеров (Kaplan, Minton, 1994; Kang, Shivdasani, 1995). Наиболее интенсивную реакцию контролирующей группы вызывает резкое ослабление ликвидности корпорации (см. Morck, Nakamura 1999).

1.3. «Немецкий» тип корпоративного управления

Немецкий тип КУ подобно японскому характеризуется тем, что операции отдельных корпораций часто замыкаются на головной банк (Hausbank). Традиционно при сравнении структуры акционерной собственности в различных странах особо выделяется высокая доля, приходящаяся в Германии и Бельгии на банки и другие финансовые учреждения⁸. В Германии примерно две трети всех крупных фирм как бы включены в пирамиды многоярусного контроля, причем во главе таких пирамид, как правило, стоят крупные банки (La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer 1999, Table 6). Тем не менее группы, формирующиеся вокруг головного банка, обычно очерчены не столь

⁸ В Бельгии в число крупнейших владельцев акций входят французские банки.

четко ⁹, и взаимные связи между корпорациями, ориентирующимися на один и тот же головной банк, могут быть не столь интенсивными.

В Германии более широкое распространение получила двухуровневая система управления, при которой интересы владельцев акций наиболее полно представляет наблюдательный совет корпорации. Такая организационная структура позволяет более четко отделить мониторинг, осуществляемый исполнительными директорами, от мониторинга за деятельностью самого высшего управленческого персонала. Исследования показывают: чем больше концентрация собственности в немецких компаниях, тем полней состав наблюдательных советов совпадает со списком крупнейших акционеров или их непосредственных представителей (см. Franks, Mayer, 1998).

В подобной ситуации представители головного банка часто непосредственно присутствуют в наблюдательном совете или возглавляют его. В ходе голосования головной банк обычно опирается не только на принадлежащие ему акции, но и на те акции, которыми владеют контролируемые фирмы (Baums, 1995), а также акции, находящиеся на доверительном хранении у банка - на основе *Auftragsstimmrecht* (Wymeersch, 1994) ¹⁰.

Кроме банков, мониторинг могут осуществлять и другие финансовые учреждения, например, частные пенсионные фонды. В Германии такие фонды размещают за пределами «своей» фирмы лишь треть контролируемых ими средств (см. Schneider – Lenneé, 1992). «Внутренний» рынок финансовых ресурсов (см. Gertner а.о., 1994) в Германии играет, по-видимому, особенно большую роль.

Известный специалист в области сравнительного анализа финансовых систем К. Мейер полагает, что «недостаточное» развитие рынков капитала в Германии и Франции может обеспечивать более тесные связи между различными сторонами (stakeholders), участвующими в функционировании компании, чем развитые фондовые рынки США и Англии (см. Mayer, 1998).

Важным условием такого взаимодействия, по-видимому, оказывается довольно высокая концентрация собственности у крупнейших владельцев. В 85% обследованных

⁹ Одной из причин является многочисленность разнообразных объединений, в которые включена типичная немецкая корпорация. По некоторым расчетам, в Германии до 90% акционерных компаний входят в состав различных объединений и групп (Baums 1994)

¹⁰ При этом, по некоторым оценкам, 95% владельцев акций не пользуются своим правом предписывать банку, за какой из обсуждаемых проектов решений он должен голосовать (Puttercker 1983).

немецких частных корпораций к началу 90-х годов можно было найти хотя бы одного собственника, владевшего более чем четвертью всех акций соответствующей компании (Franks, Mayer, 1994).

Крупнейшим финансовым учреждениям Германии в большинстве случаев удается включить своих представителей в советы и/или достаточно эффективно воздействовать на общую линию, проводимую наблюдательными советами нефинансовых корпораций. Во всяком случае при голосовании банки, как правило, поддерживают решение, предлагаемые наблюдательными советами.

Исследования, проведенные в рамках Европейского Союза, показали, что в ряде стран континентальной Европы банки играют особенно важную роль в системе КУ, особенно если принять во внимание не только прямые и «открытые» рычаги воздействия, но и приемы, идущие в обход формальных ограничений, - такие как учреждение формально «независимых» инвестиционных и консалтинговых компаний и др. (см., например, European Corporate Governance Network, 1997).

Владение крупным пакетом акций неизбежно вовлекает крупные немецкие банки в мониторинг и управление финансовыми операциями компании. Подобное сращивание позволяет использовать обширные возможности банков в области сбора и обработки информации (см. Cable, 1985). Вместе с тем контроль, осуществляемый крупнейшими банками, носит общий характер и чаще всего обнаруживается лишь тогда, когда принимается решение относительно новых крупных капиталовложений и способов их финансирования, а также в критических ситуациях.

Дж.Эдвардс и К.Фишер, предпринявшие специальное исследование, в итоге отвергли как нереалистичную гипотезу, согласно которой крупные банки повседневно используют специальные доверенности или свои позиции в наблюдательных советах и тем самым реализуют свои права акционерного контроля для воздействия на оперативное управление (Edwards, Fisher, 1994, p.238; см. также Franks, Mayer, 1996). В тех случаях, когда банку принадлежит сравнительно небольшая часть акций, такой банк чаще всего примыкает к крупнейшим владельцам.

Как сочетаются подобные наблюдения со стандартными представлениями об активном мониторинге, осуществляемом крупнейшими банками? ¹¹ В обычных

¹¹ В теоретических моделях, получивших широкое распространение в последнее время, обычно предполагается, что стратегии акционеров и банка характеризуются различным отношением к риску: целевая функция акционеров представляет собой выпуклую, а целевая функция банка (кредитора) - вогнутую функцию от прибыли корпорации заемщика.

условиях банку выгодней доверить контроль менеджерам корпорации. Если в результате их неэффективных действий рентабельность корпорации, контролируемой банком-владельцем стратегического пакета акций (или крупнейшим кредитором), оказывается ниже задаваемого конкуренцией уровня, оптимальное решение с общей точки зрения требовало бы скорейшей приостановки недостаточно рентабельных операций и перестройки всей деятельности фирмы. Но если указанные инвестиционные проекты финансировались крупным банком и осуществлялись при его содействии, банк может отстранить данную команду менеджеров от контроля, обнаруживая при этом терпимое отношение к недостаточно высокой рентабельности, а в случае необходимости – оказать корпорации дополнительную финансовую поддержку (Dewatripont, Tirole, 1993, 1994; Dewatripont, Maskin, 1995; Boot, Thakor, Udell 1991).

Примечательно и следующее обстоятельство: несмотря на описываемую в стандартной типологии КУ особую роль крупных немецких банков, как величина финансового рычага, так и доля банковских ссуд в привлеченных средствах немецких нефинансовых корпораций обычно вполне сравнимы с аналогичными показателями американских и английских компаний.

Различия в типах КУ сегодня относятся, по-видимому, не столько к *источникам* финансирования инвестиционных проектов, сколько к *организации* такого финансирования и регулирования условий, на которых привлекаются денежные ресурсы¹².

1.4. Роль рыночного перехвата акционерного контроля (англо-американский тип корпоративного управления).

К числу наиболее существенных различий в механизмах КУ несомненно относятся и неодинаковая роль, которую играют агрессивные поглощения в США и Англии, с одной стороны, и в Японии и многих странах континентальной Европы, с

¹² Несколько преувеличенными в свете сказанного представляются и сетования на чрезмерную пассивность американских банков (см., напр., Рое 1994). Действительно, законом Гласса-Стигалла банкам США запрещено прямое владение акциями. Но большое количество акций, хранящихся на доверительных счетах, а также акции, принадлежащие холдингам, банки регулярно используют при голосовании на собраниях акционеров. Вместе с тем крупнейшие американские банки неизменно демонстрируют высокую активность в ситуациях, когда фирма-заемщик сталкивается с серьезными финансовыми затруднениями. В таких случаях банки добиваются введения своих представителей в состав совета директоров, проводят на собраниях акционеров дополнения к уставу, специально оговаривающие первоочередность выплаты долгов и т.п. (см. Gilson 1990).

другой.¹³ Указанные различия нельзя объяснить лишь неодинаковыми правовыми нормами. Так, в Японии возможность объявления тендера на покупку акций была предусмотрена еще «Законом о ценных бумагах и биржах» 1971 года. С 1990 года дерегулирование приблизило формы конкурентного тендера к англосаксонскому "образцу". Тем не менее на протяжении пяти послевоенных десятилетий в Японии не было зафиксировано ни одного *агрессивного* поглощения - имеет место ряд «дружественных» слияний различных компаний, но общая доля слияний в Японии на протяжении 1988-1990 гг. была в 26 раз ниже чем в США (Lichtenberg, Pushner, 1992). Агрессивные поглощения довольно редко встречаются и в странах континентальной Европы¹⁴.

В теоретической литературе широкое распространение получила модель дисциплинирующего поглощения или слияния (поглощения), повышающего эффективность фирмы (см., напр., Grossman, Hart 1980; Shleifer, Vishny 1986; Scharfstein 1988; Burkart, Gromb, Panunzi 1998). Результаты эмпирических исследований в определенной мере согласуются с логикой такого анализа.

Так, Ф.Личтенберг, изучивший большую выборку (свыше 20 тыс. предприятий, принадлежащих 5700 американским корпорациям) и рассмотревший значительный период времени, прошедший после поглощения, приходит к выводу о том, что смена владельца, как правило, сопровождалась повышением хозяйственной эффективности, в том числе ростом совокупной производительности факторов. Через семь лет после поглощения (слияния) корпорациям удавалось преодолеть в среднем 2/3 их прежнего отставания от среднеотраслевого уровня, однако лишь в редких случаях им удавалось сильно опередить остальные фирмы рассматриваемой отрасли (Lichtenberg 1992).

Во многих случаях агрессивный перехват контроля в корпорации сопровождался увольнением команды менеджеров, осуществлявших неэффективное руководство фирмой и радикальной реорганизацией ее деятельности (Martin, McConnell 1991; Shleifer, Summers 1988; Jensen 1984). «Негоризонтальные» слияния и

¹³ Подробно см., например: Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М., ИЭПП, 2002

¹⁴ Это не означает, разумеется, что в указанных странах рынок капитала вообще не оказывает дисциплинирующего воздействия на поведения корпораций. Достаточно упомянуть, например, влияние массового «сброса» акций на возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов соответствующими компаниями (а также реакцию акционеров на обнаруживающееся снижение стоимости фирмы). Кроме того, в некоторых странах континентальной Европы (например, в Германии) можно наблюдать агрессивные поглощения, "жертвой" которых обычно оказываются компании сравнительно меньших размеров.

поглощения при прочих равных условиях обеспечивали более благоприятный финансовый эффект, чем «горизонтальные».

Вместе с тем агрессивные поглощения могут служить и иным задачам: их могут осуществлять менеджеры, окопавшиеся, например, в фирмах-покупателях (поставщиках), и стремящиеся просто расширить масштабы своей «хозяйственной империи». Результатом подобных поглощений в 60-х-70-х годах нередко оказывались неэффективные «рыхлые» конгломераты. Кроме того в ходе нарастающей волны слияний и поглощений неизбежно осуществляется большое число чисто спекулятивных операций¹⁵. Подобные методы рыночного регулирования носят, конечно, довольно расточительный характер.

Многие авторы сходятся в том, что в США (и, возможно, в Англии и некоторых других странах) угроза агрессивного поглощения была и остается средством наиболее серьезного воздействия на представителей «окопавшегося менеджмента», которые явно неэффективно управляют хозяйственными операциями.

Перехват акционерного контроля отнюдь не всегда предполагает открытые конкурентные торги, на которых продается стратегический пакет акций (public acquisition). Гораздо чаще для этого используются «закрытые» частные сделки.

Чрезвычайно показательны с этой точки зрения результаты исследования 106 сделок, проведенных в США с крупными (не менее 10000 акций) пакетами. Такой блок составлял в среднем 27% всей суммы акционерного капитала соответствующей компании. В подавляющем большинстве – 90% всех случаев – переход крупного блока сопровождался не дальнейшей концентрацией собственности у прежнего крупнейшего акционера, а появлением нового крупнейшего владельца акций (Barclay, Holderness, 1991).

Если рассматривать перехват контроля в крупнейших фирмах США, входящих в список “Fortune 500”, то покупка блока акций в ходе частной сделки на протяжении 80-х годов встречалась втрое чаще, чем агрессивные поглощения или публичное приобретение акционерного контроля с помощью внешнего финансирования - LBO, leveraged buy-out (см. Bethel, Liebeskind, Opler, 1998).

¹⁵ Для успешного перехвата рыночным путем корпоративного контроля требуются не только тщательная подготовка и гигантские финансовые затраты, но и поддержка мощных инвестиционных банков, имеющих опыт осуществления подобных операций, активная помощь высококвалифицированных юристов, содействие (или, по крайней мере, отсутствие возражений) со стороны специальных правительственных организаций и др. Судьба поглощаемой фирмы, как заметил бывший председатель

С точки зрения общественных выгод подобная форма перехвата контроля, по-видимому, менее эффективна, так как не использует всех преимуществ, связанных с конкурентными торгами. Но зато она может обеспечивать участнику сделки сравнительно большие частные выгоды, что в конечном счете может оказываться решающим аргументом (см. Burkart, Gromb, Panunzi, 2000).

В Японии, Германии, Франции, Италии и многих других странах агрессивные поглощения, если и встречаются, то играют несколько иную роль. В тех странах, в которых слияния и поглощения достигают значительных размеров, они чаще всего используются не для перехвата контроля, а, скорее, для того, чтобы использовать преимущества, обеспечиваемые объединением капиталов, и/или изъять из рыночного оборота акции некоторых компаний. Вместе с тем поглощения в этих странах выступают в качестве рычага укрепления рыночной дисциплины. Так, в Германии за покупкой крупного пакета акций регулярно следовал рост числа увольнений среди высшего управленческого персонала (см., напр., Franks, Mayer 1998).

Заметим, что в Японии и многих странах континентальной Европы сами возможности агрессивных поглощений значительно более ограничены. Ведь масштабы не только биржевой, но и внебиржевой торговли сравнительно невелики, акции многих фирм среднего размера (излюбленный объект поглощений) просто не поступают на рынок¹⁶. Это, естественно, сдерживает развитие рынка корпоративного контроля.

Важную роль могут играть и особенности развития экономико-правовой инфраструктуры. Так, в Германии многочисленные законодательные ограничения распространяются главным образом на случай агрессивного перехвата контроля, тогда как во Франции сильнее ощущаются общие препятствия, ограничивающие переход акционерной собственности из рук в руки, особенно если речь идет о приобретении французских компаний иностранными собственниками (подробный анализ различий правовых норм приведен в Charkham, 1994).

Характеристики развития рынка корпоративного контроля непосредственно отражаются в рыночных оценках права голоса¹⁷. Так, если в США такая цена была равна примерно 5% общей цены акций (Lease, McConnell, Mikkelsen, 1983, 1984), в

американской Комиссии по ценным бумагам и биржам Э.Соммер, может больше зависеть от чисто тактических факторов, чем от реальных достоинств намечаемой сделки (Sommer 1991, p.697).

¹⁶ По некоторым расчетам, число немецких фирм, у крупнейших владельцев которых «прочно осело» менее 25% всех акций, к началу 90-х годов не превышало 38 (Baums, 1994).

¹⁷ Методика подсчета «цены голоса» специально не рассматривается.

Швеции она составляла 6,5% (Rydqvist, 1987), в Англии – 13 % (Megginson, 1990), в Швейцарии – 20% (Horner, 1988), в Израиле – 45 % (Levy, 1982) и в Италии – 81% (Zingales, 1994). Методика этих расчетов, разумеется, существенно различалась, все же порядок величин представляется достаточно показательным. Л.Зингалес, исследовавший (на материалах американских корпораций, эмитировавших различные классы акций) факторы, влияющие на цену голоса, пришел к следующему выводу: наибольшее воздействие, по-видимому, оказывают переменные, характеризующие - в рамках рассматриваемой модели - вероятность перехвата контроля, а также, разумеется, различия в дивидендах, выплачиваемых по разным классам акций (Zingales, 1995).

Различия в типах КУ в значительной мере определяются тем, что в корпорациях континентальной Европы преобладают крупные собственники. Так, в Италии в 1993 году в 89 % всех зарегистрированных компаний крупнейший акционер владел более, чем половиной всех акций, при этом решающую роль чаще всего играл семейный контроль (Bacsa, 1995). В Германии, Франции и Швеции на протяжении 70-х-80-х годов обнаружились тенденции к дальнейшей концентрации акционерной собственности (см. Berglöf, 1988).

В случае сосредоточения корпоративного контроля у крупнейшего владельца (владельцев) не столь острой оказывается проблема "окапывания" управленческого персонала. Отпадает необходимость в широких и представительных советах директоров; в подобной ситуации труднее обеспечить совершенно независимую позицию нанимаемых собственником «внешних» директоров.

В литературе подробно обсуждаются преимущества и недостатки высокой концентрации акционерного капитала с точки зрения эффективного КУ (например, концентрации собственности на принятие решений в рамках корпорации). Эмпирические исследования чаще всего обнаруживают положительную корреляцию между эффективностью функционирования корпорации и концентрацией акционерной собственности (обзор таких исследований приведен в (Shleifer, Vishny 1997, Sections 5-6).

В качестве примера сошлемся на расчеты Г.Гортон и Ф.Шмида, анализирующие характеристики эффективности 100 крупнейших немецких компаний обрабатывающей промышленности. Положительная корреляция между нормой прибыли на акционерный капитал (эндогенная переменная) и коэффициентом Герфиндаля, характеризующим концентрацию акционерной собственности, в

уравнениях множественной регрессии, рассчитанных на данных 1985 года, неизменно оказывалась существенной на 1%-м уровне (Gorton, Schmid, 1996, Table 7).

Учитывая особенно большую роль крупных финансовых учреждений в управлении японскими и немецкими фирмами, некоторые авторы сравнивают их роль с ролью «внешних» финансовых рынков и рынков корпоративного контроля (см., напр., Sheard 1989). Однако, при всей оснащенности этих банков мощными информационными системами возможности эффективного мониторинга каждой из подконтрольных фирм, как отмечалось выше, остаются достаточно ограниченными. Частные выгоды, извлекаемые банками из владения акциями, должны быть достаточно велики для того, чтобы окупить значительные издержки, сопряженные с подобным вовлечением в процессы управления подконтрольной компании.

Особенно существенным представляется следующее обстоятельство. В подобной концепции без ответа остаются важнейшие вопросы: в какой степени результаты банковского регулирования могут совпадать и должны совпадать с предполагаемыми результатами рыночного регулирования? Как осуществляется мониторинг операций самих крупных банков и контроль за результатами их деятельности?

Кроме того на протяжении последних десятилетий во многих из этих стран более активным стало регулирование, осуществляемое другими финансовыми рынками. Так, в странах, в которых крупнейшие банки играют особенно большую роль в КУ, - в Японии и Германии, получила развитие тенденция к некоторому уменьшению финансового посредничества (disintermediation) и увеличению роли рынков частных ценных бумаг, прежде всего корпоративных облигаций. В соответствии с распространенными теоретическими концепциями (см., напр., Jensen 1986; Harris, Raviv 1990; Dewatripont, Tirole 1994), это способствует частичному перераспределению корпоративного контроля в пользу кредиторов, особенно в случаях существенного ухудшения финансового положения корпорации. Но ведущую роль в КУ по-прежнему сохраняют головные банки (чаще всего они выступают и в качестве организаторов консорциума по размещению облигаций, а в некоторых случаях – и в качестве маркет-мейкеров).

1.5. Роль рынков капитала.

Описанные различия в структурах КУ сказываются на формах использования инвестируемых ресурсов. В странах с "англо-саксонской" структурой КУ значительная

часть ресурсов в ходе поглощений меняет собственника, а затем рынок капитала обеспечивает приток новых капиталовложений. Это может обеспечивать сравнительно большую гибкость капиталовложений и более интенсивное перераспределение ресурсов между различными секторами. С другой стороны, при КУ, ориентированном на банковский мониторинг, большая часть инвестиционных ресурсов оказывается сосредоточенной под контролем крупнейших банков, которые могут влиять на распределение указанных ресурсов и осуществлять активный контроль за их использованием.

Тип КУ может оказывать существенное воздействие и на пропорции разделения текущих доходов корпорации на дивиденды и нераспределенную прибыль. Межстрановые сопоставления¹⁸ показывают, что корпорации с сильно распыленной акционерной собственностью, как правило, выплачивают сравнительно более высокие дивиденды (La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1998, Table 5-6). Приводимые результаты расчетов не вполне согласуются с теоретической концепцией, согласно которой в корпорациях с раздробленной структурой акционерной собственности «окопавшийся менеджмент» использует свое положение для того, чтобы систематически ограничивать выплачиваемые дивиденды. Снижение дивидендов в таких корпорациях, как свидетельствуют расчеты (La Porta a.o., 1999, Tables 6-7), может быть связано, скорее, с поддержанием нормы накопления при особенно высоких темпах роста фирмы.

Таким образом, особенности экономико-правовой инфраструктуры, в рамках которой владельцы акций могут реализовать свои права собственности, и характер распределения акционерной собственности определяют существенно различные механизмы КУ. При этом отсутствие или сравнительно малое распространение одних механизмов (связанных, например, с рыночным перехватом корпоративного контроля) может компенсироваться наличием других (таких как владение крупным пакетом акций, семейный контроль, принадлежность к сложившейся группе и особая роль головного банка). Необходимым условием повышения эффективности КУ во всех рассмотренных случаях неизменно оказывалась активизация конкуренции на товарных и финансовых рынках, а также на рынках труда.

Каждый из описанных типов КУ, по-видимому, имеет определенные достоинства и ограничения. Ссылаясь на опыт 50-х - 70-х годов (когда Япония и

¹⁸ Множественная регрессия рассчитывалась по данным, охватывающим 4103 фирмы в 33 странах.

Германия демонстрировали высокие темпы экономического роста), многие авторы подчеркивали преимущества КУ, опирающегося на крупнейшие банки. В последнее время, однако, все чаще отмечается, что такой тип КУ может обеспечивать чрезмерную защиту недостаточно эффективным компаниям и, что представляется особенно существенным, он обладает несколько большей инерционностью и менее восприимчив к радикальным техническим и экономическим нововведениям. Вместе с тем больший упор стал делаться на роль гибких рыночных механизмов и осуществляемые ими дисциплинарные функции. Многие утверждения такого рода выводятся с помощью интересных теоретических моделей и опираются на результаты эмпирических исследований (см., напр., Morck, Nakamura 1999).

Вместе с тем вряд ли имеет смысл преувеличивать роль различий между описанными типами КУ. С.Каплан, посвятивший ряд работ изучению различий в КУ разных стран, пришел к следующим выводам. При значительном ухудшении дел в корпорациях любой из рассматривавшихся стран, как правило, увеличивается вероятность отстранения от дел высших управляющих. Особенно любопытными представляются результаты следующих расчетов: показатели эластичности оборота управляющих высшего эшелона по уменьшению доходов (утраченным выгодам) или по масштабам падения рыночного курса акций соответствующих корпораций во всех трех странах, по-видимому, представляют собой величины примерно одного порядка (Kaplan, 1997). Иначе говоря, если судить по оценкам, фигурировавшим в указанных расчетах, то результаты действия различных механизмов КУ, которые могут проявляться в интенсивности оборота топ-менеджеров, оказываются достаточно схожими.

Различие национальных хозяйственных структур – ориентирующихся на развитый рынок ценных бумаг (США) или на стоящую в центре экономики мощную банковскую систему (Германия, Япония) – восходит ещё к известным работам А. Гершенкрона (см., напр., Gershenkron, 1962). В последующих рассуждениях такого рода обычно финансирование с помощью выпуска корпоративных облигаций или банковских кредитов стало представляться более или менее равнозначным по своим результатам, а облигационная и банковская задолженность выступает в качестве неких субститутов. Между тем природа и функции этих способов финансирования качественно различны, и в реальной жизни они чаще оказываются не субститутами, а скорее компонентами, необходимо дополняющими друг друга. Оба вида

задолженности естественно переплетаются между собой (разумеется, в разных пропорциях) и в американской, и в немецкой экономиках.

Более того, наличие развитых и конкурентных рынков ценных бумаг, по-видимому, может свидетельствовать о сравнительно большей «глубине» развития финансовых отношений, о существовании дополнительного измерения финансовой экономики. Характерно, что в странах, обладающих достаточно развитыми фондовыми рынками, отношение общей суммы частной задолженности к ВВП оказывается значительно выше, чем в остальных странах (см. La Porta a.o. 1997).

Расчеты показывают, что темпы долгосрочного развития фондового рынка обнаруживают существенную положительную корреляцию с индексами, характеризующими степень защиты прав акционерной собственности (см., напр., Levine, Loyaza, Wescu, 2000). А сложившийся высоко конкурентный рынок акций, в свою очередь, способствует ускорению экономического роста. Р. Морк, Б. Йонг, У.Ю продемонстрировали, что именно развитые рынки акций позволяют сформировать систему, лучше всего воплощающую в рыночных ценах многообразную (и специфическую для каждой корпорации) информацию, и тем самым могут обеспечить более эффективную аллокацию ресурсов (Morck, Yeung, Yu 2000).

1.6. Корпоративное управление в развивающихся странах.

В этих странах обычно существует сравнительно небольшое число компаний, акции которых допущены к обращению на национальных и международных фондовых биржах. К числу немногих исключений принадлежит Индия, где насчитывается свыше 7 тыс. компаний, акции которых прошли процедуру листинга. Чаще всего эти компании остаются в семейной собственности.

КУ в развивающихся странах представляет объект самостоятельного исследования. Особенности функционирования финансовых рынков в Индии и управления в индийских компаниях основательно анализируются в работе (Bhagwati, 1993). В рамках данного обзора хотелось бы выделить лишь один из аспектов данной проблемы.

Во многих странах Юго-Восточной Азии и Латинской Америки инсайдеры играют важную роль в структуре собственности крупнейших компаний. Так, в Аргентине доля инсайдеров в 90-х годах прошлого столетия составляла 41%, в Мексике – 34%, в Сингапуре – 31%, в Гонконге 28% (см. La Porta a.o., 1999).

В странах Юго-Восточной Азии широко распространены фирмы, контролируемые одной или несколькими богатейшими семьями. В Юго-Восточной Азии (исключая, разумеется, Японию) 10 богатейших семейств в каждой из восьми рассматривавшихся стран контролировали от 18% до 58% общей стоимости акций, котирувавшихся в этих странах. Высшие управленческие посты в 60% фирм, акции которых не имеют широкого распространения, заняты представителями контролирующих семей (см. Claessens, Djankov, Lang, 2000). В подобных компаниях отделение собственности от управления в гораздо меньшей степени (чем, скажем, в англо-саксонских странах) может характеризовать отделение акционерного контроля от сферы управления.

Вместе с тем в компаниях, характеризующихся сравнительно широким распространением акций, система защиты прав акционеров и особенно защита прав кредиторов во многих случаях представляется сравнительно менее надежной. Поэтому сама структура собственности и контроля, складывающаяся в подобных компаниях (часто входящих в одну «хозяйственную группу» с крупными семейными центрами) обеспечивает довольно широкие возможности для самостоятельных действий (окопавшихся) высших управляющих. К тому же такие компании, как правило, характеризуются сравнительно меньшей финансовой прозрачностью.

Исследовательская корпорация Flemings рассчитывает индексы, характеризующие защиту прав акционеров и «качество» КУ для ряда стран. По данным, относящимся к весне 1998 года, самые низкие значения показателя приходились на Индонезию и Южную Корею (индекс равен 1), для Малайзии и Таиланда значение индекса составляли 2, тогда как наиболее эффективная система защиты акционерной собственности в США характеризовалась оценкой в 5 баллов (Flemings Research. June 1998).

Недостаточный инфорсмент прав собственности и слабая защита акционеров, вообще говоря, вряд ли могут считаться неким барьером, который каждый момент препятствует росту операций соответствующих компаний. Скорее напротив: в условиях общего хозяйственного подъема свобода действий позволяет менеджерам выбирать более динамичные, хотя, может быть, и более рискованные стратегии и даже привлекать значительные внешние ресурсы, в том числе вложения иностранного капитала. На протяжении 80-х – первой половины 90-х годов отмечавшиеся выше страны Юго-Восточной Азии демонстрировали сравнительно высокие темпы экономического роста; среди многочисленных факторов, вызвавших к жизни

«хозяйственное чудо», определенную роль могли играть и отмеченные выше особенности КУ.

Однако при резком ухудшении конъюнктуры ситуация радикально меняется. Когда обязательства таких фирм становятся непомерными, топ-менеджеры, контролирующие фирму, развёртывают постепенный вывод ресурсов за пределы компании. Это может быть как перераспределение средств в пользу других фирм, контролируемых теми же менеджерами, в пределах одной хозяйственной группы, так и скрытый перевод средств в оффшорные центры. На определенном этапе развития этого процесса доверие инвесторов, в том числе иностранных, оказывается подорванным. Сброс акций и отлив капитала придают развертывающимся кумулятивным процессам стремительный характер.

В последнее время появился ряд теоретических моделей, исследующих влияние неэффективного инфорсmenta прав собственности и контрактных прав на общий ход хозяйственного развития. Так, П.-Р. Эдженор и Дж. Эйзенман показывают, что высокие издержки инфорсmenta делают весьма вероятным скачкообразный переход к «неэффективному» равновесию, характеризующемуся пониженным уровнем производства и занятости (см. Agenor, Aizenman. 1999).

С. Джонсон, П. Бун, А. Брич и Э. Фридмен прямо связывают финансовый кризис второй половины 90-х годов с низким уровнем КУ в странах Юго-Восточной Азии, а также в некоторых переходных экономиках. В их уравнениях множественной регрессии поведение переменных, характеризующих качество КУ в указанных странах, позволяет объяснить большую часть дисперсии валютных курсов и рыночного курса акций. Это воздействие оказывается сильнее, чем влияние общих макроэкономических факторов¹⁹. Введение в качестве экзогенных переменных индекса КУ и индекса, измеряющего «качество» инфорсmenta прав владельцев капитала, позволяет резко улучшить прогнозные свойства модели (см. Johnson, Boone, Breach, Friedman 2000).

Полный или частичный отказ крупных компаний от выполнения своих финансовых обязательств неизбежно означает перераспределение огромных сумм. Достаточно напомнить в этой связи, что во многих странах Латинской Америки и Юго-Восточной Азии для финансирования своих капиталовложений крупные компании широко использовали заёмные средства. Так, в Южной Корее отношение

¹⁹ Доминирующее воздействие характеристик КУ в этих межстрановых расчётах сохраняется при выборе различных периодов анализа.

задолженности корпораций к собственному капиталу в 1996 году превышало 500%, а в Индонезии составляло более 300% (подсчет по данным Международной финансовой корпорации).

В процессе резкого ухудшения финансового положения крупных компаний особенно отчётливо вырисовывается и другая характерная особенность расстановки хозяйственных сил и структуры КУ в рассматриваемых странах – сохранение "мягких бюджетных ограничений", обнаруживающих тесные связи между крупными компаниями и государством. Угроза неплатежеспособности, нависающая над крупными компаниями, неизменно побуждала правительство к оказанию массовой финансовой помощи. В ряде случаев такая поддержка оказывалась недостаточно эффективной: часть указанных средств вместе с прочими ресурсами просто вливалась в общий поток ресурсов, выводимых за пределы фирмы. Параллельно с драматическим ухудшением финансового положения крупной компании укрепляются позиции фирмы – «сателлита», контролируемой топ-менеджерами указанной компании и/или интенсивно накапливается капитал на их счетах в оффшорных финансовых учреждениях.

Даже если исключить из рассмотрения прямые хищения, приводящие к экспроприации средств некоторых крупных частных фирм, финансовая помощь, которую государство оказывало крупным банкам и промышленным компаниям в странах Юго-Восточной Азии, практически оказывалась недостаточно эффективной. Мягкие бюджетные ограничения неизбежно порождали моральный риск (*moral hazard*), побуждавший менеджеров в затруднительных условиях выбирать чрезвычайно рискованные стратегии, перелagая при этом соответствующие риски на налогоплательщиков²⁰. О масштабах подобного перераспределения ресурсов можно судить, например, по следующим косвенным данным (см. Corsetti, Pesenti, Roubini 1998, p.20): во многих странах Юго-Восточной Азии правительственная помощь, направлявшаяся лишь частным финансовым учреждениям, в кризисные годы достигала 20-30% ВВП.

²⁰ П. Кругмен характеризует подобную стратегию следующим образом: «если выпадет орёл, я выигрываю, а если выпадет решка, - проигрывает налогоплательщик» (Krugman, 1999)

Раздел 2. Некоторые проблемы корпоративного управления в постсоциалистической экономике.

2.1. Экономические реформы и приватизация

Неудовлетворительная организация производства на государственных предприятиях, наличие «излишних» работников и отсутствие действенных материальных стимулов начиная с 50-х годов двадцатого столетия порождали официальные и полуофициальные дискуссии советских экономистов о путях повышения эффективности производства. Однако вплоть до конца 80-х годов подобные дискуссии в основном сводились к поискам неких особых социалистических путей, которые могли бы подчинить предлагаемые реформы задаче «совершенствования социалистических производственных отношений».

Основное отличие реформ, развернувшихся в России с начала 90-х годов, характеризовалось явной сменой приоритетов: исходные представления сторонников радикальных реформ характеризовались убеждением в том, что решение практически всех накопившихся проблем может быть найдено лишь на путях перехода к рыночным отношениям. Конкретные детали реформ сравнительно редко становились объектом тщательного анализа и серьезной подготовки: чаще всего предполагалось, что складывающийся рынок сам сможет наилучшим образом решить все возникающие вопросы.

В западной литературе активную теоретическую дискуссию вызвал вопрос о том, должны ли назревшие реформы носить постепенный ("градуалистский") характер или их следует осуществлять в предельно короткие сроки.

Некоторые авторы подчеркивали: в условиях неопределенности и отсутствия конкретных представлений об оптимальных путях и методах преобразований следовало бы предпочесть более осторожное "нащупывание" эффективной стратегии реформ (см., например, Dewatripoint, Roland, 1993; Roland, 2000; Murrel, 1992). Но немалое число авторитетных представителей университетского "мэйнстрима" (в том числе те, кто выступал в роли официальных или неофициальных советников при реформистских правительствах) склонялись к тому, что намеченные программы следует осуществить в самые короткие сроки. К этому же правительство реформаторов побуждала и весьма напряженная политическая ситуация.

Так, в вышедшей в 1990 г. книге Я. Корнаи "Дорога к свободной экономике" предполагалось, что все реформы проводятся "одним ударом" - они могут и должны

быть реализованы на протяжении года (Kornai, 1990, pp. 102, 103). Вскоре широкое распространение получил термин "шоковая терапия". Выступая в 1996 г. с лекцией перед Европейской экономической ассоциацией, А. Шлайфер выразил убежденность в том, что реальный ход развития постсоциалистической экономики в Европе на протяжении первой половины 90-х годов полностью подтвердил правоту защитников "шоковой терапии" (Shleifer, 1997, p. 386)²¹.

Центральное место в системе реформ, разумеется, занимала приватизация, которая, в соответствии с указанной стратегией, должна была претворяться в жизнь высокими темпами. Здесь вступали в действие дополнительные аргументы. Дело в том, что проводившиеся в 80-х годах реформы «по расширению прав социалистических предприятий» были, разумеется, недостаточно действенны для того, чтобы сделать предприятия хотя бы частично независимыми и реально заинтересованными в эффективном хозяйствовании, но они сильно расшатали прежнюю систему строгого централизованного контроля за присвоением доходов и даже активов государственного предприятия.

С конца 80-х годов развернулся массовый процесс вывода активов и фактической экспроприации предприятий, формально остававшихся в государственной собственности.²² В подобных условиях ряд российских и западных экономистов (см., например, Blanchard, Dornbush, Krugman, Layard, Summers, 1991) справедливо, на наш взгляд, ссылались на необходимость скорейшего перехода к таким отношениям собственности, которые смогли бы приостановить массовое разворовывание имущества в ходе анархичной "спонтанной приватизации".

На практике выяснилось, однако, что сколько-нибудь эффективные процедуры приватизации все же требуют значительного времени на подготовку и реализацию. В большинстве стран с переходной экономикой (ПЭ) процессы приватизации, как правило, сильно отставали от намеченных программ. Отмечая этот факт²³, многие авторы связывали недостаточную эффективность реформ и острые конфликты,

²¹ Многие политики, стоявшие во главе реформистских правительств, впоследствии с несколько большей иронией отнеслись к прежним романтическим представлениям насчет стремительного утверждения рыночных отношений. Ведь на практике приватизируемые фирмы, как заметил В. Клаус, вовсе не обнаруживали готовности сразу же принять правила рыночной игры (см. Blejer, Coricelli 1995).

²² Более подробно формы нелегальной «приватизации» имущества государственных предприятий описаны в: Radygin, 1992; Solnick, 1998.

²³ На конференции Национального бюро экономических исследований, посвященной ПЭ, отмечалось: во всех постсоциалистических странах трудно отыскать ситуацию, когда фактический ход приватизации не отставал бы от "запланированных" темпов (Transition in Eastern Europe Vol. 2, 1994, p. 133).

выявлявшиеся в ПЭ, прежде всего со слишком медленным переходом к частной собственности. Реформы в ПЭ отличаются особенно высокой степенью взаимодопляемости ("комплементарности").²⁴

В России 1993-1994 гг. процесс разгосударствления предприятий стал стремительно ускоряться (см. Radygin, 1995). Сторонники "шоковой терапии" с удовлетворением отмечали, что по темпам и общим масштабам российская приватизация в этот период явно опережала аналогичные процессы в других постсоциалистических экономиках Центральной и Юго-Восточной Европы.²⁵

2.2. Приватизация и корпоративное управление.

Характер и структура складывающихся внутрифирменных отношений существенно зависели от исторических особенностей, характеризовавших формирование прав частной собственности ("path-dependence"). Это проявлялось, в частности, в том, что формы и методы "ускоренной" приватизации непосредственно отражались на возникновении совсем новых или «подновлении» ранее существовавших (на государственных предприятиях) механизмов КУ.

Обсуждение конкретных форм "разгосударствления" предприятий и особенностей возникающей системы КУ в ряде теоретических работ (см. Phelps, Frydman, Rapaczynski, Shleifer, 1993; Malle, 1994; Roland, 1994; Brada, 1996 и др.) носило в этот период довольно общий характер. Отмечалось, например, что демократическое распределение собственности, вообще говоря, представляются в высшей степени привлекательным, но для эффективного управления не менее желательно наличие крупных акционеров (Blanchard a.o., p.32).

В ходе развернувшейся в России и в некоторых других постсоциалистических странах политической борьбы вокруг проблем приватизации немалую роль играли идеологические соображения, причем по ряду причин (см. Boycko, Shleifer, Vishny 1995; Shleifer, Vasiliev 1996) особенно популярными оказались идеи передачи

²⁴ Серьезные проблемы, с которыми в условиях частичных реформ сталкивается координация экономической деятельности, рассматриваются в работах Murphy, Shleifer, Vishny, 1992; Dewatripont, Roland 1997.

²⁵ Более подробный анализ преимуществ и издержек, связанных с ускоренным реформированием отношений собственности, приведен в: Boycko, Shleifer, Vishny 1995; Nellis 1999.

предприятий в собственность "трудового коллектива"²⁶. Учитывая такие мотивы, некоторые авторы высказывались в пользу указанного варианта: хотя переход собственности к "трудовому коллективу" не мог обеспечить условий для радикальной перестройки²⁷ всех хозяйственных структур, он позволил бы представить владельцам больший доступ к информации и больше стимулов для эффективного ведения хозяйства, чем господствовавшая до того времени государственная собственность (Earl, Estrin, 1996)²⁸.

Переход к частной собственности во многих теоретических концепциях реформирования экономики играл роль некоего магического средства, способного обеспечить ускоренное развитие рыночных отношений и переход к эффективному хозяйствованию. Акцентируя роль частной собственности как необходимого исходного условия в функционировании рыночных механизмов, многие теоретики "шоковой терапии", по-видимому, *не уделили достаточно внимания и обратному влиянию – воздействию складывавшихся рыночных отношений и рыночных институтов на формирование условий, необходимых для эффективного функционирования современной частной собственности.*

Так, многие проекты и модели разгосударствления имущества исходили из элементарных, подчас явно упрощенных предположений современной микроэкономической теории. Предполагалось, в частности, что если даже будут допущены некоторые неоптимальные действия в начальном распределении имущества, ранее принадлежавшего государству, то участники рыночного процесса смогут, в соответствии с принципом («теоремой») Коуза, в конечном счете, заключить между собой такие соглашения, которые внесут в процесс приватизации необходимые коррективы (см. Rapaczynski 1996, p. 87).

В подобных рассуждениях явно упускались из виду по крайней мере два момента, исходно предполагаемые в теоретических схемах Коуза: наличие достаточно

²⁶ Более детально разработанным эквивалентом указанной концепции в западной литературе можно считать теоретические модели фирмы, которая управляется самими работниками - labor-managed firm (см. Vanek 1970; Mead 1972; обзор указанных концепций приведен в Bonin, Jones, Putterman, 1993). Некоторые модели такого рода в 90-х годах обсуждались и в российской литературе (Полтерович, 1993).

²⁷ Этому мешают, в частности, стремление сохранить рабочие места за членами "трудового коллектива", сравнительно более низкая капиталовооруженность таких фирм и меньшая склонность к осуществлению рискованных инвестиционных проектов.

²⁸ Представляет интерес и схема «идеального» распределения собственности с точки зрения самих инсайдеров – директоров приватизируемых предприятий: инсайдерам должно принадлежать 72% акций, из них 40% высшему управляющему персоналу, в том числе 31% самим директорам (данные обследований, приводимые в Boycko, Shleifer, Vishny 1995).

высокоразвитой рыночной и контрактной инфраструктур (являющееся, как правило, продуктом длительного исторического развития) и, что представляется особенно существенным, присутствие судебно-правовых и хозяйственных механизмов, обеспечивающих четкую реализацию контрактных прав и прав собственности.

Между тем в России развитие законодательных норм и главное – их практическое применение явно отставали от темпов ускоренной приватизации. К тому же складывавшаяся ко второй половине 90-х годов экономико-правовая инфраструктура на практике обнаруживала дисфункциональность: она характеризовалась отсутствием "культуры контракта", громоздкими и весьма несовершенными процедурами обеспечения не только контрактных прав, но и прав собственности (Greif, Kandel, 1995). Сформировалась обширная область хозяйственных отношений, в рамках которой собственники (участники соглашений) пытаются использовать различные - вплоть до уголовно-наказуемых - системы "частного инфорсмент" (private enforcement).

Не входя в более подробное обсуждение специальных правовых вопросов, отметим лишь, что, по мнению ряда авторов (Rapaczynski 1996; Greif 1997; Hendley, Ickes, Ryterman 1997; Johnson, Kaufman, Shleifer 1997; Berglöf, von Thadden 1999), Россия заметно уступает многим странам с ПЭ по полноте и завершенности институциональных реформ, особенно по фактическому обеспечению прав собственности и контрактных прав. Российские суды отвергают вследствие недостатка оснований и/или "прямых улик" нарушения контрактных прав и прав собственности, хотя, скажем, в США за аналогичными нарушениями указанных прав немедленно последовали бы соответствующие судебные санкции²⁹. Кроме того, разноречивые решения судов и широкое распространение коррупции в указанной сфере существенно ограничивает возможности использования прецедентного права - case law (см. Berglöf, von Thadden 1999).

Особого внимания заслуживает, по-видимому, следующее обстоятельство. До тех пор, пока права собственности очерчены недостаточно четко, некоторые участники могут и, по-видимому, непременно будут использовать все нестыковки и "зазоры" в

²⁹ Ситуация еще более ухудшается массовым нарушением даже тех юридических норм, которые были приняты законодательным собранием или исполнительной властью: ведь судебное регулирование прав собственности (контрактных прав) может быть эффективным лишь тогда, когда нарушения этих прав (определенных существующими нормами) представляют собой исключение, а не общее правило. Наиболее очевидные примеры – отказы от своевременного погашения своих денежных обязательств в

структуре хозяйственно-правовой базы для извлечения личных выгод (см. Alchian, 1961).

Как отмечалось выше, в российской экономике спонтанная приватизация по существу началась во второй половине 80-х годов вместе с "расширением прав" предприятий: при этом расширение остаточных (по отношению к централизованным) прав распоряжения и контроля официально предусматривало значительно меньшее увеличение прав на присвоение остаточного дохода. Сокращение сферы партийно-бюрократического контроля при формальном сохранении государственной собственности вносило все большую неопределенность в отношения присвоения. Программы реорганизации собственности в этот период могли означать одновременно как переход к частной собственности, так и национализацию.

В таких условиях руководители крупнейших предприятий стали создавать не столь заметные фирмы (центры сосредоточения денежных потоков), куда перекачивались ресурсы промышленных гигантов, формально оставшихся в собственности государства. Таким образом, реальная приватизация текущих денежных потоков, проходивших через многие крупные фирмы, началась за несколько лет до официального объявления перехода этих предприятий в частную собственность. При этом подлинные центры формирующейся частной собственности не всегда полностью совпадали с провозглашаемыми объектами приватизации³⁰.

Постепенно стала вырисовываться одна из наиболее острых проблем российских реформ. Дж. Стиглиц саркастически отзывается об "институциональном блицкриге", который смёл прежние социальные нормы, ничем не заменив их (Stiglitz 1999, p.9). В условиях серьезного отставания институциональных реформ появившиеся крупные частные собственники с самого начала стремились переложить расходы по реорганизации гигантов социалистической промышленности на государство, в максимальной степени используя этот процесс для личного обогащения. Выводимые за пределы этих предприятий средства инвестировались лишь на условиях надежного частного присвоения.

условиях всеобщей "эпидемии" неплатежей или крушение большинства попыток взыскать компенсацию за убытки при несвоевременных поставках (или поставках некачественного товара).

³⁰

Такая «приватизация» могла служить примером кумулятивных процессов, получивших развитие в условиях распада отношений, основанных на господстве государственной собственности. Авторы, изучавшие спонтанную приватизацию, отмечали: особенно большой размах «перекачивание» средств принимало в тех случаях, когда гигантские государственные предприятия оказывались в кризисном положении (см. Зубакин 1994; Pinto, Belka, Krajewski 1993), что в свою очередь еще более ухудшало их положение.

На разных этапах реформы главные действующие лица подобной приватизации, разумеется, могли меняться: представители номенклатуры постепенно уступали место набиравшим силу "олигархам" (в некоторых случаях различия между ними вообще носят достаточно условный характер). Существенно, что "двухъярусный" характер складывавшихся отношений частной собственности и отсутствие сдержек и противовесов в возникавшей системе КУ значительно ограничивали возможности эффективной перестройки приватизируемых крупных предприятий.

Последующие процедуры приватизации (1993-1994 гг.) существенно расширили возможности ведения двойной бухгалтерии, обеспечивавшей перераспределение ресурсов в пользу «теневых» (нередко офшорных) частных владельцев. Особенно большой размах процессы экспроприации получили в не очень крупных компаниях (см. Willer, 1997).

Вполне рациональная (с точки зрения «окопавшегося менеджмента») стратегия сводилась к возможно более наглядной демонстрации неплатежеспособности плохо приспособляющихся к рынку и к тому же существенно обескровленных «знаковых», то есть социально и политически значимых, предприятий. Ваучерные методы "массовой" приватизации лишь усиливали общественно-политическое давление в пользу дальнейшей поддержки бывших гигантов социалистической индустрии.

Тем самым выявлялась одна из наиболее примечательных черт формировавшегося КУ: формальное разгосударствление предприятий на деле отнюдь не всегда влекло за собой немедленное «отлучение» от всевозможных форм финансовой поддержки со стороны государства. Мягкие бюджетные ограничения (Dewatripont, Maskin 1995), а вместе с тем и эффект ловушки (ratchet effect, см. Lau, Qinn, Roland 2000) оказываются эндогенно присущими, по крайней мере, на протяжении некоторого периода, и приватизированным хозяйственным структурам. Это, в свою очередь, ухудшало и без того трудное финансовое положение государства и тормозило процессы макроэкономической стабилизации.

Затягивавшийся переход к более жестким бюджетным ограничениям (реализуемым как для *приватизированных предприятий*, так и для *государства*) налагал отчетливый отпечаток на систему управления. Как и в предшествовавшие годы, во главе крупнейших предприятий должны были стоять прежде всего некие известные номенклатурные фигуры, обладавшие политическими связями и способные «выбить» необходимую финансовую и прочую поддержку.

Наименее действенными оказывались те системы нормативных актов, которые предусматривали материальную ответственность предпринимателей по своим обязательствам. Известны бесчисленные случаи, когда тормозилось осуществление процедуры принудительного банкротства в отношении ряда крупных промышленных предприятий и финансовых учреждений. Даже в тех случаях, когда судебные органы пытались произвести принудительное взыскание платежей по контрактным обязательствам, они нередко оказывались практически бессильными³¹.

По существу недостаточно четко определенным оказывался и сам круг тех прав частной собственности, которые инвестор предполагал реализовать в последующий период. Анализ теоретических моделей корпорации с распыленным владением акциями может свидетельствовать о том, что такая структура контроля обеспечивает сравнительно более широкие возможности для извлечения частных выгод в форме рентных доходов (см., например, Bebchuk 1999). Особенно благоприятные условия для реализации частных выгод складывались при компаниях, переходящих в собственность "трудового коллектива", в которых практически отсутствовали мониторинг и контроль со стороны преобладающей массы работников, числившихся совладельцами корпорации.

Более того, поскольку сплошь и рядом невыполненными оказываются и контрактные обязательства, которые принимают на себя участники хозяйственных операций, невозможно утверждать, что частная собственность в подобных условиях может реализоваться в форме остаточных прав владельцев соответствующего ресурса. Система КУ, основанная на нечетко определенных и недостаточно полно реализуемых правах собственности, существенно ограничивает возможности выработки и осуществления долгосрочной стратегии.

Наличие тесной связи между собственностью на активы и присвоением доходов, порождаемых хозяйственным использованием указанных активов, всегда обеспечивало стимулы для эффективного использования капитала. Поэтому эффективная реализация прав частной собственности неизменно предполагает в качестве одного из условий существование институциональных барьеров, предотвращающих перераспределение

³¹ В ходе опроса предпринимателей (328 предприятий в крупнейших российских городах) предлагалось 8 вариантов ответа на вопрос о том, почему фирмы во многих случаях не обращаются в арбитражные суды. На первом месте среди ответов оказалась ссылка на то, что нарушенные права не удастся восстановить и с помощью арбитражных судов (Handley, Murrell, Ryterman 1998, p. 27; см. также Pistor 1996). Жалобы на частое неисполнение решений судов можно до сих пор найти и во многих выступлениях руководителей Высшего арбитражного суда России.

значительной части доходов в обход законных прав владельца, например, изъятие доходов криминальными группировками («мафией»), регулярные поборы чиновников, представляющих столь многочисленные «контролирующие» организации, и т.п.

Тем самым официальные права собственности и контроля частных владельцев на практике во многих случаях оказывались сильно ограниченными. Реальный контроль лиц, считавшихся частными собственниками, над движением доходов, произведенных с помощью приватизированных активов, оказывался неполным и недостаточно действенным. Анализ теоретических моделей, в которых рентные изъятия (например, в пользу чиновников и криминальных групп) увеличиваются быстрее, чем норма прибыли у фирм, функционирующих в более эффективном секторе экономики, показывает: указанные процессы ведут к уходу возрастающей части ресурсов в теневую экономику и снижению равновесной нормы накопления (Tornell, Lane 1999).

Ограничения в реализации прав частной собственности и обострившаяся борьба за передел приватизированного имущества определяли четко выраженный краткосрочный характер хозяйственной стратегии (если вообще проводившуюся политику можно было интерпретировать не как совокупность тактических маневров, а как последовательное проведение какой-то стратегической линии).

Эмпирические исследования, изучавшие формы приспособления фирм к рынку в странах с ПЭ (Чехословакия, Польша, Венгрия) в начале 90-х годов, обнаружили почти повсеместное отсутствие долгосрочной стратегии предпринимателей. Отметив этот факт, организаторы проекта высказали уверенность, что по мере осуществления приватизации к управлению придут предприниматели, обладающие долгосрочным стратегическим мышлением (см. Estrin, Brada, Gelb, Singh 1995, pp. XXIV – XXV). Но, как следует из сказанного выше, нечеткость отношений собственности (которую указанные авторы справедливо относят к числу главных причин краткосрочной ориентации предпринимателей - см. *ibid*, pp. XXII – XXIII) по крайней мере в годы, непосредственно следующие за завершением ваучерной приватизации, скорее усиливалась, а вместе с тем скачкообразно возрастала и роль неопределенности. Наряду с этим интенсивная инфляция еще более усиливала краткосрочный характер предпринимательской стратегии. Таким образом, в условиях ПЭ появляются новые специфические факторы, которые могут вызывать к жизни описанный выше «short-termism effect».

Ссылаясь на первые результаты ваучерной приватизации в Чехии, Дж. Коффи отмечает: реорганизация деятельности приватизированных фирм тормозилась усиливавшейся неопределенностью отношений реального владения и распоряжения (Coffee 1996). Итоги первых российских обследований (Радыгин, Гутник, Мальгинов 1995; Долгопятина 1995; Афанасьев, Кузнецов, Фоминых 1997; Аукуционек 1998) и наблюдавшаяся на протяжении довольно продолжительного периода тенденция к сокращению расходов российских предпринимателей на производственное строительство и покупку оборудования, по-видимому, также может согласоваться с указанными выводами.

2.3. Роль «окопавшегося менеджмента».

Как российская приватизация сказалась на структуре корпоративного контроля? Ссылаясь на широкое распространение ваучеров в ходе приватизационного процесса в России (а также в Чехии, Украине и некоторых других странах), большинство российских и западных авторов часто называли такую приватизацию «массовой». Указанная терминология широко использовалась и в документах международных организаций.

Однако вскоре после завершения обмена ваучеров экономисты отметили «наиболее интересный аспект» (Brada, 1996, p. 75) массовой приватизации: прежнее господство инсайдеров постепенно стало сочетаться с формированием акционерных структур, характеризовавшихся довольно высокой концентрацией собственности и контроля.

В публикации 1996 года Мировой банк отнес российскую приватизацию к числу инсайдерских и должен был отметить некоторые признаки ее недостаточной эффективности (World Bank, 1996). Особенности инсайдерской приватизации явно воздвигали препятствия на пути процессов эффективного рыночного перераспределения имущества.

По завершении приватизационных процедур на руководящих постах чаще всего оставалась прежняя номенклатура. Проблема «окопавшегося менеджмента» хорошо известна в литературе³², поэтому отметим лишь, что «массовая» приватизация вопреки надеждам некоторых авторов (см., например, Kikeri, Nellis, Shlirley, 1992, p. 78) не

³² Подробный обзор литературы см.: Радыгин, Энгов, Турунцева и др., 2002.

смогла предотвратить захват «номенклатурой» прав реального распоряжения собственностью.

На практике руководство приватизированными компаниями продолжало оставаться в прежних руках, во многих случаях у номенклатурных «красных директоров», причем средством «окапывания» последних служили, как отмечалось выше, прежде всего прочные политические связи. Обследование ГКИ середины 90-х гг. показало: в 97% приватизированных компаний бывший директор занял должность председателя совета директоров (президента, председателя правления, генерального директора) или сразу несколько указанных должностей³³. Упрочение позиций, занимаемых руководителями «старого стиля» могло повлечь за собой понятно, значительно более серьезные отрицательные последствия, чем обсуждавшееся выше «окапывание» менеджеров в странах с развитыми финансовыми рынками.

В случае ваучерной приватизации серьезную «опасность» с точки зрения эффективного КУ, как явствует из теоретических моделей (см. Aghion, Blanchard 1998), представляет возможность соглашения, достигаемого в рамках «трудового коллектива», и особенно (имплицитно) сговора менеджеров с работниками – владельцами акций. Обследования российских фирм показали, что члены «трудовых коллективов», установивших контроль над компанией, чаще чем, скажем, работники государственных предприятий, высказывают отрицательное отношение к попыткам реорганизовать предприятие в интересах повышения конкурентоспособности (Earl, Rose 1996).

Анализ ряда конкретных ситуаций может свидетельствовать: при существовании подобной коалиции проекты радикальной перестройки реорганизации производства чаще всего отвергались во имя сохранения стабильного «трудового коллектива»³⁴. Укрепляющийся в подобных ситуациях союз между органами региональной власти и руководителями приватизированных фирм придавал позициям последних еще большую прочность. И неизбежная смена руководителей компании

³³ Заместитель директора по экономике был избран на одну из этих должностей, в правление (и/или совет директоров) в 94%, а главный инженер – в 93% обследованных компаний (Рынок ценных бумаг, 1995, № 12, с. 16-17)..

³⁴ С этой точки зрения представляют интерес расчеты Р. Фридмана, Ч. Грэй, М. Хессела и А. Рапачиньского, охватывающие около 200 фирм среднего размера в Чехии, Венгрии и Польше. Компании, в которых контроль принадлежал менеджерам, демонстрировали после приватизации более высокую эффективность, чем государственные предприятия. Однако, в случаях, когда наиболее крупным владельцем акций оказывались работники и менеджеры, темпы повышения производительности труда

чаще всего ограничивалась перестановкой менеджеров в рамках фирмы³⁵. В тех случаях, когда указанные действующие лица владели лишь сравнительно небольшой частью акций, коалиция региональных (и/или местных) органов власти и высшего управленческого персонала часто позволяла блокировать переход акционерного контроля к собственникам основной части акций.

Дополнительные возможности упрочения позиций «окопавшегося менеджмента» в этот период обеспечивало отсутствие действительно независимых учреждений, обеспечивающих ведение реестра, а в ряде случаев – и доверительное хранение акций. В развитых странах обязанности учреждения-регистратора, как правило, оказываются «чисто номинальными» (Teweles, Bradley, Teweles, 1992, p. 310), тогда как в России от поведения фирм, ведущих реестр, до последнего времени существенно зависел исход борьбы за корпоративный контроль³⁶. Возможность влиять на поведение учреждений, ведущих реестр, позволяла «окопавшемуся менеджменту» не только практически монополизировать информацию о владельцах акций, но и прибегать ко всевозможным махинациям в случаях, когда аутсайдеру все же удавалось приобрести значительный пакет акций, например, к вычеркиванию неугодных акционеров из реестра, организации контроля (подчас административного) за рынком акций данной корпорации и др. Многие подобные случаи получили скандальную известность (см. Радыгин 1998а)³⁷.

Другим способом укрепления позиций «окопавшегося менеджмента» являлась постепенная скупка акций у членов «трудового коллектива». О. Бланшар, отмечая, что такая скупка в России осуществляется по явно заниженным ценам, связывает указанное обстоятельство с тем, что рабочие остро нуждаются в средствах³⁸, а также с

(сокращения занятости) оказывались значительно меньше чем у остальных фирм (см. Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski 1997, Tables A.1, A.2). См. также Гимпельсон 1994.

³⁵ По данным, охватывающим 100 крупнейших российских корпораций, 45,5% всех руководителей, занявших пост генерального директора АО после 1992 г., до этого занимали пост заместителя генерального директора той же компании, а еще 18,2% лиц, ставших генеральными директорами, до этого занимали иные должности в той же фирме (Журнал для акционеров, 1998, №2, с. 44-46).

³⁶ В соответствии с результатами обследования, производившегося ФКЦБ, к концу 1994 г. почти половина компаний, насчитывавших свыше тысячи акционеров, продолжали сами вести реестр, еще 18% приходилось в основном на «карманные» мелкие фирмы, специализировавшиеся на ведении реестра и депозитарных операциях.

³⁷ Ссылаясь на многочисленные возможности дискриминации иностранных инвесторов, авторы обзора о КУ несколько меланхолично замечают, что в России эффективность операций крупного собственника прежде всего связана с тем, сможет ли он защитить свои права (Shleifer, Vishny 1997).

³⁸ Соображение особенно существенное, если учесть, что многие крупные компании на протяжении ряда лет вообще не выплачивали дивиденды.

опасениями насчет последующего «разводнения» акционерного капитала (Blanchard 1997, p. 86). К этому стоило бы добавить, что перекупка акций нередко стимулировалась за счет средств самой корпорации (особенно в тех случаях, когда принимала форму «выкупа акций»)³⁹.

Хорошо известна формулировка, использованная М. Роу для характеристики КУ в США – «Сильные менеджеры, слабые собственники». Э. Берглоф и Э.-Л.фон Тадден полагают, что аналогичная характеристика для крупных корпораций в странах с ПЭ должна была бы звучать следующим образом: «Omnipotent Managers, Little Resistance» (см. Berglöf, von Thadden, 1999, p. 153). При этом, правда, не следовало бы забывать, что в ПЭ (как и во многих развивающихся странах) в качестве высших менеджеров-руководителей компании могут выступать и достаточно часто выступают владельцы контролирующего пакета акций.

Сравнивая различные формы приватизации, некоторые исследователи пишут о четко прослеживаемом отрицательном влиянии ваучерных методов на эффективность КУ (Marcincin, V. Wijnbergen, 1997). Даже сравнительно более высокое развитие контрактной системы и рынков капитала в Чехии, по-видимому, не смогло обеспечить действенного контроля крупных собственников за операциями высшего менеджмента⁴⁰

К аналогичным выводам приходят многие авторы обследований, изучавших процессы «массовой» приватизации в России и в других странах⁴¹.

2.4. Некоторые особенности российской системы корпоративного управления

Центральная проблема КУ связана с поиском эффективных структур управления и мониторинга. В развитой экономике дисциплинирующее воздействие осуществляют прежде всего конкурентные рыночные силы. При этом условием такого мониторинга является достаточно высокая ликвидность рынков капитала (см. Holmström, Tirole, 1993; Tirole 1999, Sec. 2.4).

³⁹ В соответствии с данными обследования ФКЦБ, 62% компаний, прибегавших к скупке своих акций, отметили, что впоследствии эти акции были проданы администрации и работникам данной фирмы (ФКЦБ 1996).

⁴⁰ См.: The Privatization Process in East-Central Europe. 1997, Chapter 7; Kenway, Chlumský 1997.

⁴¹ См.: Радугин 1998; Аукуционек, 1998; Муравьев, Савулькин 1998; Кузенков, Максимов, 1994; Earle, Telegdy 1998; Munteanu 1997; Vaughan – Whitehead 1997; Uvalich, Vaughan – Whitehead 1997 и др.

Российская приватизация не смогла обеспечить формирование широкого и ликвидного рынка частных бумаг. В Российской торговой системе и на биржах даже в лучшую пору котировалось лишь небольшое число ликвидных акций, а в условиях финансового кризиса рыночную подвижность утратила даже часть тех акций, которые раньше относили к числу самых надежных. Лишь первые шаги можно наблюдать в развитии рынка корпоративных облигаций. Практически отсутствует достаточно важная в обычных механизмах КУ фигура портфельного инвестора.

В соответствии с представлениями современной теории, чем полней реализуются информационные функции, выполняемые ценой акции, тем более благоприятны условия для эффективного рыночного перераспределения собственности. Эмпирические исследования финансовых рынков в развитых странах свидетельствуют: исходя из реакции рынка ценных бумаг в большинстве случаев удается составить правильное представление о предстоящих изменениях рентабельности (эффективности) соответствующей фирмы (см., например, Healey, Palepu, Ruback, 1990).

В современной российской экономике действие этих механизмов наталкивается прежде всего на практическое отсутствие (или низкий уровень развития) ряда важнейших финансовых рынков и непрозрачность всей отчетности корпораций. Лишь немногие инвесторы могут получить сколько-нибудь надежные сведения о реальных доходах (убытках), а особенно о перспективах развития тех фирм, акции которых котируются на рынке. Даже в тех случаях, когда отсутствует намеренное искажение отчетности, практика неплатежей, бартерных расчетов, сложной системы финансовых отношений с аффилированными компаниями придают официально сообщаемым данным трудно расшифровываемый характер ⁴².

Операции купли-продажи акций, требующиеся для перехода к более эффективному КУ, должны носить, как подчеркивает современная теория, анонимный и конкурентный характер (см. Aghion, Carlin, 1997). Между тем в России купля-продажа стратегического пакета отступала «в тень» и чаще всего осуществлялась в

⁴² Более того, развитые финансовые рынки обеспечивают такие оценки эффективного управления, которые и в случае идеальной отчетности просто не могут быть почерпнуты из сообщаемых фирмой сведений (Holmstrom, Tirole 1993). Исходя из аналогичной логики, нетрудно показать, что при малом обороте акций и низкой ликвидности спекулятивные колебания их курса лишь могут вносить дополнительные искажения в систему КУ.

ходе закрытых переговоров, которые велись индивидуально с каждым из владельцев акций⁴³.

В некоторых случаях (в качестве одного из наиболее известных примеров можно сослаться на борьбу за акционерный контроль над Красноярским алюминиевым заводом) закрытость информации о реальной структуре акционерной собственности определялась невозможностью легального признания источников денежных средств у покупателей, а также методов проведения соответствующих сделок.

Узость фондового рынка и сосредоточение борьбы за перехват корпоративного контроля в сфере «теневых операций» существенно ограничивают возможности регулирования КУ с помощью конкурентных рыночных механизмов. К тому же борьба за овладение крупными пакетами акций отнюдь не слишком часто предполагала (в случае успеха) последующую радикальную реорганизацию хозяйственной деятельности поглощенной компании⁴⁴.

Особенно существенные препятствия на пути действия рыночных механизмов создает непрозрачность формирующихся отношений собственности. Так, скрытые связи (в рамках бизнес-группы) между промышленными предприятиями и банками делают возможной экспроприацию вкладчиков банка в результате того, что промышленная фирма получает ссуды на особо льготных условиях или просто отказывается погашать их. В условиях резкого ухудшения финансового положения такой по внешней видимости независимый частный банк может быть принесен в жертву: из него не только выводятся финансовые ресурсы, но имитируется проведение через отдаваемое на заклание («банкротимое») кредитное учреждение налоговых и других платежей. В условиях отсутствия какой-либо системы обязательного страхования депозитов подобная экспроприация особенно пагубно отражается на положении вкладчиков, подрывает доверие к частным кредитным учреждениям и порождает серьезные препятствия на пути дальнейшего развития финансовых рынков.

⁴³ В США подобные закрытые двусторонние сделки (pink-sheet market) осуществляются обычно лишь с наименее надежными бумагами, не котирующимися ни на бирже, ни в организованном внебиржевом обороте (например, в компьютерных торговых системах).

⁴⁴ Стратегия «окопавшегося менеджмента» характеризуется стремлением получить доступ к источникам регулярных денежных потоков (отсюда, например, настойчивые попытки поглощения крупных предприятий пищевой промышленности), а кроме того в российских условиях – особенно доступ к центрам сосредоточения валютных доходов. Акции большинства компаний, оказавшихся в кризисном положении, даже в период бума не пользовались особым спросом. Особенно отчетливо эта тенденция проявилась в ходе финансового кризиса, когда крупнейшие банки, нуждавшиеся в наличных ресурсах, пытались реализовать принадлежавшие им стратегические пакеты акций некоторых менее «благополучных» компаний.

До сих пор речь шла о «непроясненности» отношений собственности **между фирмами** – «непроясненности», характеризующей скрытые зависимости холдингового типа. Но недостаточно четкие отношения собственности могут складываться и **внутри компании**. Так, распыленность контроля в ряде фирм, в которых владение основной частью акций перешло к «трудовому коллективу», по существу также может сохранять недостаточно проясненные отношения собственности, открывающие дополнительные возможности для самостоятельных действий высшего управленческого персонала ⁴⁵.

Результаты многочисленных обследований показывают: большинство членов «трудового коллектива» стали акционерами «неожиданно для самих себя». Они не ощущают себя совладельцами приватизированной компании. Более того, вследствие того, что ценные бумаги, которыми они владеют, не являются объектом регулярного торгового оборота, эти работники редко ощущают себя инвесторами. Если исключить из рассмотрения некоторую (как правило, весьма небольшую) сумму денег, которую владелец мог бы получить за свои акции в случае, если бы нашелся заинтересованный в них покупатель, трудно отыскать какие-либо принадлежащие ему «остаточные права». Понятно, что в ситуации, когда большая часть акций принадлежит совсем распыленным инсайдерам («трудовому коллективу»), трудно рассчитывать на формирование механизмов КУ, которые могли бы обеспечивать увеличение рыночной стоимости приватизированной компании (см., например, Kapeliushnikov 1997).

Хотя многие условия приватизации и закона «Об акционерных обществах» предусматривали формирование таких корпораций, которые можно было бы отнести к англо-саксонскому типу (распыленная акционерная собственность), формирующиеся в России структуры корпоративного контроля *внешне* напоминают скорей образцы, встречающиеся в континентальной Европе. При этом обнаружившаяся в ходе последнего кризиса неплатежеспособность крупнейших российских банков (см. Kharas, Pinto, Ulatov 2001; Международный опыт ... 1998) выявила некоторые особенности российского КУ и, в частности, несколько иную – по сравнению, скажем, с немецкой – расстановку сил в рамках формирующихся хозяйственных групп.

⁴⁵ Как свидетельствуют результаты обследований, подобная «размытость» отношений собственности чаще всего предполагает «...сочетание бесконтрольности менеджмента, его неуверенности в будущем и невозможности (или нежелания) увеличить свое присутствие в собственности. В результате стимулы к оппортунистическому поведению усиливаются, оно проявляется вплоть до вывода активов» (Долгопятова 2000, стр. 381-382)

Крупные российские банки явно не справились с ролью центров устойчивости и регулирования в рамках формирующихся бизнес – групп ⁴⁶. Между тем именно на мониторинг головных банков в странах с ПЭ возлагались наибольшие надежды авторов, строивших теоретические схемы КУ в постсоциалистических странах (см., например, Phelps, Frydman, Rapaczynski, Shleifer, 1993; Stiglitz 1994, Chapter 10).

Во многих случаях само функционирование головного банка рассматривалось их фактическими владельцами лишь как средство, оказавшееся необходимым для овладения крупными промышленными комплексами, представляющими несравненно большую реальную ценность ⁴⁷. Поэтому в условиях общего ухудшения финансового положения такой банк обрекали на банкротство, предварительно выводя из него, разумеется, максимум ресурсов. Результаты некоторых обследований могут свидетельствовать о том, что с 1997 г. по 1999 г., по-видимому, под влиянием кризиса, доля акций, принадлежащих финансовым аутсайдерам, в России снизилась примерно на четверть (см. REB 2000; № 1, pp. 19-20).

К числу наиболее существенных характеристик КУ в России следует отнести, по-видимому, недостаточный инфорсмент в области защиты прав собственности и слабую защиту прав акционеров, причем подчас не только миноритарных: серьезную проблему по-прежнему представляет защита прав стороннего (внешнего) собственника, владеющего крупным пакетом акций. ⁴⁸ До настоящего времени сохраняются многочисленные полулегальные или весьма плохо контролируемые «извне» возможности направления часто потока доходов по «отводному» каналу и/или прямого расхищения («экспроприации») имущества компании.

Авторы доклада о КУ, представленного на конференцию Всемирного банка, Э.Берглоф и Э.-Л. фон Тадден отмечают: в российских условиях «нормальная парадигма корпоративного управления - точная настройка сдержек и противовесов в регулировании собственных интересов и оппортунистического поведения - настолько радикально меняет свое содержание, что к ней оказывается просто неприменимой

⁴⁶ В ходе кризиса наименьшую уязвимость демонстрировали не головные банки, а крупнейшие нефинансовые корпорации. Характерно, что среди ведущих банков сравнительно большую устойчивость обнаруживали те, которые были тесней всего связаны с обслуживанием самых мощных промышленных фирм («Газпромбанк» и др.), либо те, которые пользовались наибольшей поддержкой со стороны правительства и Центрального банка.

⁴⁷ «...Есть основания полагать, что ряд создателей и собственников крупных банков по своему менталитету не были банкирами изначально, и так и не стали ими. Ценности «реального дела» и «владения чем-то реальным» оставались для них приоритетными» (Паппэ 2000, стр. 32).

⁴⁸ Подробно см.: Радыгин, Энтов, Межеряупс, 2002.

теория корпоративных финансов... Трудно даже представить какие-либо ограничения для инсайдеров-клептократов, если вся господствующая политическая система оказывается неспособной или не желающей противостоять им...» (Berglöf, von Thadden 1999, pp. 153-154).

Функционирование рынков в условиях всевозможных злоупотреблений, частичной или полной экспроприации банков и промышленных компаний приносит результаты, явно не свидетельствующие о победах (выживании) собственников, наладивших наиболее эффективные хозяйственные операции. Наибольшие темпы накопления могут обнаруживать (и в действительности обнаруживают) компании, лучше всего приспособленные к уводу активов и экспроприации обречаемых на банкротство финансовых учреждений. Причем фирмы, демонстрирующие наибольшую эффективность, могут оказаться вполне вероятными претендентами на роль «дойных коров». В России наибольшую известность получил вывод капитала за рубеж на счета других (офшорных) фирм, осуществляемый компаниями-экспортерами, тогда как в чешской экономике чаще выделяют так называемый туннельный эффект – «tunneling», предполагающий сговор между высшими менеджерами компании и приватизационными инвестиционными фондами (см. Coffee 1996; 1998; Johnson, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer 2000).

Указанные процессы могут служить наглядным свидетельством того, насколько неосновательны были надежды на всеисцеляющее действие принципа Коуза ⁴⁹, действие которого, как отмечалось выше, в огромной степени зависит от исходных предпосылок (четкое определение прав собственности, отлаженный механизм инфорсмента, прав собственности и контрактных прав, наличие развитых рынков). Особенно важным при этом оказывается даже не тот факт, что преуспевающую компанию трудно отнести к числу действительно «эффективных собственников», а то, что процессы экспроприации, сопровождавшие быстрый рост ряда корпораций, ухудшали условия функционирования рынка капиталов и подрывали уверенность остальных инвесторов в получении адекватных доходов.

Таким образом, сравнения с развитыми странами подчас упускают из виду важную черту российского КУ: *до настоящего времени оно в гораздо меньшей степени опирается на децентрализованные механизмы, приводимые в действие конкурентными*

силами, и во многих случаях сохраняет возможность экспроприации части активов и/или доходов компании. Участники борьбы за корпоративный контроль на протяжении последних лет неоднократно прибегали к операциям купли-продажи акций, но, как отмечалось выше, лишь в немногих случаях использовались стандартные процедуры открытого конкурентного соперничества⁵⁰. Гораздо чаще использовались тесные связи с правительственным аппаратом, обеспечивавшие получение в залог стратегических пакетов акций и последующий их выкуп, привлечение местных органов власти и местных судов для оттеснения внешних инвесторов (особенно иностранных), административные предупреждения и применение материальных санкций к членам трудового коллектива, продающим "на сторону" свои акции, манипулирование реестром акционеров и т.п.

Опасения перехвата акционерного контроля вели к всемерному ограничению продажи обыкновенных акций «внешним» инвесторам. Вместе с тем поведение «окопавшегося менеджмента» на приватизируемых предприятиях вполне соответствует предсказаниям теории КУ: стратегия этих компаний не только не предполагала выпуска корпоративных облигаций, но тщательно избегала даже сколько-нибудь крупных банковских кредитов, предоставляемых на рыночных условиях, особенно залоговых кредитов, которые могли бы реально ограничивать свободу их действий. Основной финансовой ориентировкой как во время приватизации, так и в последующий период оставались дополнительные «вливания» государственных ресурсов⁵¹, а на практике к ним добавлялось вынужденное кредитование в форме неплатежей и построение сложной цепи неденежных расчетов, замещавших движение оборотного капитала.

При этом речь идет не просто о неких злоупотреблениях или об ограничениях в использовании конкурентных процедур на фондовом рынке. Меньшая роль механизмов децентрализованного регулирования обусловлена прежде практическим отсутствием развитых финансовых рынков, спецификой формирования российских банков и

⁴⁹ Формы действия принципа Коуза на финансовых рынках обсуждаются в Glaeser, Johnson, Shleifer 2001.

⁵⁰ В качестве первого примера (ставшего одновременно редким исключением) можно указать «игру по правилам» и организацию тендера при попытке агрессивного поглощения фабрики «Красный Октябрь» группой «Менатеп» (лето 1995 г.).

⁵¹ Так, среди 100 проектов развития, представленных во время приватизации сибирскими предприятиями, ни один не предусматривал выход на финансовые рынки, но почти в каждом обосновывался тезис о необходимости финансовой помощи со стороны государства (Кравченко, Маркова 1994).

бедностью набора предоставляемых ими услуг, особенно услуг, предоставляемых нефинансовым компаниям, а также высокой монополизацией ведущих товарных рынков. Недостаточное развитие институциональных норм и рыночных отношений "компенсировалось" механизмами неформального взаимодействия - от сохраняющегося влияния нерыночных связей до сложной сети теневых хозяйственных операций.

Оценивая роль «окопавшегося менеджмента» в российском КУ, А. Шлайфер в докладе на конференции Мирового банка сформулировал следующий вывод: при всех оговорках почти полный контроль, осуществляемый теперь менеджерами, лучше, чем существовавший ранее политический контроль (Shleifer, 1995, p. 113). Подобное противопоставление представляется достаточно условным, особенно применительно к российской экономике: действия руководителей фирм трудно признать независимыми как от федерального правительства, так и особенно от местных органов власти, в последнее время заметно расширивших свое владение акциями и свое участие в делах местных фирм.

Конечно, приватизация смогла подорвать условия централизованного планирования, и нынешняя вовлеченность властей в дела отдельных компаний (равно как и глубокая заинтересованность предпринимателей в поддержке властей и политических связях) сильно отличается от жестко организованной партийно-государственной иерархии прежних лет. И все же наличие особенно широких возможностей - законных и "полузаконных" - для политического вмешательства в процессы хозяйственного руководства, в том числе в принятие (судебных) решений, регулирующих сохранение или перехват корпоративного контроля, а также в смещение или назначение руководителей компаний, может считаться одной из наиболее характерных черт сегодняшней системы КУ в России. Доступ к корпоративному контролю еще долго, по-видимому, будет оставаться высоко политизированным не только в переносном, но и в буквальном смысле слова.

Действие механизмов рыночного регулирования и контроля в ПЭ в большой степени зависит от направленности государственной экономической политики: в странах с недостаточно четко фиксированными правами частной собственности деятельность фирм оказывается менее «устойчивой» и (как и движение курсов их акций) испытывает особенно сильное влияние политических шоков разного рода (см., например, Morck, Yeng, Yu, 2000). В этой связи можно выделить и более широкий аспект рассматриваемой проблемы. Перспективы совершенствования КУ в

постсоциалистической экономике зависят прежде всего от общего курса стратегии, проводимой исполнительными и законодательными органами власти.

При этом речь идет даже не о том, насколько вероятным представляется возможный последующий отказ от курса на осуществление экономических реформ (см. Dewatripont, Roland 1997). Впоследствии один из авторов, Ж. Ролан должен будет оговориться, приводя в качестве примера именно российскую приватизацию: необратимость экономических реформ, однако, не всегда означает увеличившееся благосостояние населения (Roland 2000, p. 36).

Речь идет главным образом о том, какие права фактически удастся реализовать лицам и учреждениям, выступающим в качестве частных собственников и, в частности, собственников стратегического пакета акций, и в какой мере не только законы, но и вся текущая правоохранительная деятельность государства может защитить их от фактической экспроприации, осуществляемой инсайдерами, органами власти и столь многочисленными «контролирующими» и «регулирующими» инстанциями, криминальным рэкетом и т.п. Обеспечение инфорсmenta и защиты прав частной собственности должно сочетаться с не менее последовательным проведением в жизнь курса на отказ от «псевдозащиты» отдельных предприятий от банкротства путем предоставления прямой финансовой помощи, особых льгот и привилегий, избавляющих их не только от угрозы банкротства, но и от необходимости прибегать к привлечению средств, предоставляемых финансовыми рынками.

Избыточные инвестиции и строительство «хозяйственных империй» в стандартной теории КУ обычно связывается со стремлением высшего управленческого аппарата компаний расширить сферу своей власти, сделать свою позицию более престижной и т.п. Другими словами, целевая функция топ-менеджеров положительно зависит от масштабов капиталовложений, осуществляемых фирмой. В российской экономике последних лет нетрудно было заметить многочисленные слияния и поглощения, направленные на формирование гигантских интегрированных бизнес-групп («хозяйственных империй»), причем многие из поглощений явно относились к числу конгломератных.

Причины и последствия подобных слияний и поглощений, несомненно, представляют собой объект самостоятельного исследования.⁵² В данной связи хотелось бы затронуть лишь один из аспектов проблемы. Тенденцию к вертикальной интеграции

⁵² См.: Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002.

и формированию конгломератов можно сравнить с разрастанием на протяжении последних десятилетий ряда крупнейших корпораций мира – разрастанием, которое могло наносить существенный ущерб владельцам акций (см. Jensen, 1993). По-видимому, и в том, и в другом случаях материальные возможности для такого строительства «хозяйственных империй» обеспечивались накоплением потоков чистого денежного дохода. В российской экономике такое накопление обеспечивали главным образом крупнейшие фирмы экспортных отраслей и отраслей, относимых к числу естественных монополий. Однако действия руководителей компаний в России, по-видимому, могли обеспечивать специфические частные выгоды самим собственникам крупнейших компаний (нередко непосредственно выступавшим в качестве высших должностных лиц). Серьезные различия можно наблюдать и в самой природе частных выгод, реализуемых в ходе формирования «хозяйственных империй».

Частные выгоды, обеспечиваемые контролем, в российской системе КУ могут быть особенно большими в связи с существованием двухъярусных структур: "теневые" центры, в которых осаждается значительная часть прибыли, ускользающая от остальных акционеров. Такие центры, как отмечалось выше, вынесены за пределы корпорации, в рамках которой осуществляется производственно-техническое и хозяйственное управление. Это неизбежно предполагает значительно большую (по сравнению с другими странами) асимметрию информации. Накопление неплатежей, сложное переплетение денежных и бартерных расчетов, делая корпоративную отчетность еще менее прозрачной, соответственно расширяют возможности извлечения частных выгод. Доступом к информации, характеризующей реальное состояние компании, обладает лишь узкий круг владельцев и топ-менеджеров. Это усиливает их позиции и вместе с тем увеличивает издержки функционирования подобной системы.

Частные выгоды могут вообще носить нерыночный характер, по крайней мере, могут не быть прямо связаны с коммерческими выгодами. Здесь мы вновь возвращаемся к отмечавшейся выше особой роли политических факторов, характеризующих КУ в переходных экономиках. Но в этом случае может рассматриваться уже другая сторона изучаемого процесса: группа приобретает стратегический пакет акций фирмы, играющей существенную роль в экономике региона, для увеличения своей политической роли, для укрепления позиций «своих» кандидатов на выборах в региональные или местные органы власти. Как показывают итоги выборов последних лет, подобные соображения могли играть определенную роль

в проникновении наиболее мощных хозяйственных групп в регионы Сибири, Дальнего Востока и Юга страны.

В обстановке общей экономической неустойчивости и весьма слабого развития общенациональных финансовых рынков неизбежным, по-видимому, оказывалось формирование значительных внутренних рынков капитала на базе крупнейших бизнес – групп. Поскольку в рамках указанных групп осуществлялось финансирование инвестиционных проектов в различных отраслях, тем самым создавались возможности для более эффективного КУ, предполагающего, в частности, сопоставление эффективности указанных проектов и перераспределение капитала между ними. Однако в ходе интенсивного передела собственности и сопровождающей его непрозрачности хозяйственных операций сами критерии выгодного помещения капитала оказывались весьма шаткими, к тому же, как отмечалось выше, частные выгоды, побуждающие предпринимателей, стоявших во главе группы, расширять границы своих «империй», во многих случаях носили нерыночный характер. Результаты теоретического анализа могут свидетельствовать: функционирование внутренних рынков капитала порождает тенденцию к чрезмерным вложениям во все инвестиционные проекты, финансируемые с помощью этих рынков (см., например, Stein, 1997). В условиях ПЭ особенно в обстановке активного перераспределения собственности указанная тенденция неизбежно приобретает нарастающий размах.

Одни из признанных экспертов Дж. Чаркхэм выделяет два критерия, по которым можно судить об эффективности КУ: 1) подотчетность (accountability) всех действий управленческого аппарата и 2) динамизм системы (Charkham, 1995, p. 354). По указанным критериям сложившаяся к настоящему времени в России система КУ, по-видимому, значительно уступает системам, существующим в большинстве развитых стран.

После разгосударствления собственности реакция многих приватизированных фирм на изменения окружающей среды оставалась пассивной ⁵³. Ухудшение их финансового положения при этом могло сопровождаться стремительным обогащением высших менеджеров ⁵⁴. Постепенно вырабатывались специфические формы

⁵³ В соответствии с критериями одного из обследований, пассивная реакция предполагает увеличение долгов, увеличение запасов непроданной продукции, отказ от оплаты текущих издержек и накопление неплатежей - см. Estrin, Brada, Gelb, Singh 1995).

⁵⁴ В первые "послеприватизационные" годы (1995-1996 гг.) в официальных расследованиях и деловой прессе особенно часто можно было встретить описание ситуаций, когда серьезное ухудшение

приспособления, но российские компании, как замечает С. Кларк, руководивший обследованием большого числа фирм, приспособлялись совсем не так, как предписывает неоклассическая теория (Clarke, 1996). В центре внимания руководителей приватизированных фирм неизменно оказывались наиболее острые текущие проблемы, поддержание корпораций "на плаву", или, по выражению авторов одного из исследований (см. Brada, Singh, Török 1994), дрейфа фирмы "по течению" ("firm adrift"). Указанные наблюдения согласуются с приведенными выше соображениями о краткосрочной стратегии, играющей доминирующую роль после завершения ваучерной приватизации.

Некоторые черты подобной стратегии нашли отражение в концепции И.Гросфелд – Ж.Ролана: в рамках их теоретической модели выделяется особый, "оборонительный" тип перестройки деятельности фирмы (в отличие от активной, "стратегической", перестройки (см. Grosfeld, Roland 1995). В соответствии с указанной концепцией оборонительная реструктуризация компании должна просто обеспечить защиту от конкурентов в рамках рассматриваемой отрасли; такую стратегию могут более или менее эффективно реализовать не только приватизированные компании, но и предприятия (фирмы), принадлежащие государству. Качественно иной тип реструктуризации представляет стратегическая перестройка, обеспечивающая переход к устойчивому росту доходов; ее удастся наблюдать прежде всего среди компаний, контролируемых внешними частными владельцами.

Сходную в некоторых чертах классификацию предлагает Р.Фридман, М.Хессел, А.Рапачиньский. Они выделяют в поведении предпринимателей "ретроактивную" компоненту (прежде всего деятельность, направленная на снижение издержек) и "проактивную" (поиск новых рынков, внедрение в производство и сбыт новых типов продукции). Обобщая результаты эмпирических исследований, авторы склоняются к выводу о том, что отсутствие конкуренции, к которому привыкли руководители госпредприятий или частных монополистических фирм, препятствуют развитию "проактивных" характеристик управления (Frydman, Hessel, Rapaczynski, 1998).

В работе, опубликованной в 2000 г. (вместе с Ч.Грэй), эти авторы особенно отчетливо выделяют следующее соображение: рыночная дисциплина и наличие жесткого бюджетного ограничения представляет собой лишь необходимое, но не достаточное условие для эффективного развития компании. Постепенное отлучение

финансового положения приватизированной компании сопровождалось фантастическим ростом доходов

приватизированных фирм от бюджетной «кормушки» приводит в действие прежде всего «ретроактивную» компоненту предпринимательской деятельности, тогда как курс на глубокое реструктурирование («проактивная» стратегия) ⁵⁵ особенно в условиях интенсивных изменений хозяйственной структуры, зависит прежде всего от того, кто оказывается реальным собственником фирмы (см. Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 2000).

Теория КУ описывает ряд механизмов, обеспечивающих реализацию прав акционерной собственности и формирующих отношения между акционерами, менеджерами, работниками, кредиторами и другими участниками операций фирмы по поводу распоряжения активами и распределения возникающих при этом доходов. Различные аспекты функционирования этих механизмов изучаются экономической теорией, правоведением, социологией, психологией и другими науками ⁵⁶.

Следуя классификации Ж.Тироля (Tirole 1999), можно выделить, по крайней мере, три механизма, регулирующих согласование принимаемых в рамках корпорации решений с интересами владельцев акций: 1) сохранение руководящей должности за менеджером (и, понятно, его деловой репутации на соответствующем рынке в случае успешной деятельности корпорации); 2) обеспечение возможно более действенных стимулов для эффективного (с точки зрения акционеров) управления с помощью специально разработанных систем оплаты и 3) прямой мониторинг, осуществляемый главным образом владельцами крупных пакетов акций и их представителями. В отдельных странах роль каждого из этих механизмов и формы их действия и соотношения между ними могут существенно различаться. Но при всех различиях в существующих структурах КУ в каждой из развитых стран сформировалась (или завершается формирование) такой системы сдержек и противовесов, которая может обеспечивать интересы инвесторов (прежде всего владельцев акций), а вместе с тем достаточную самостоятельность и инициативу менеджеров, управляющих корпорацией.

руководителей фирмы.

⁵⁵ Отличительным признаком подобного реструктурирования обычно считают пересмотр общего направления хозяйственной стратегии и инвестиционной политики.

⁵⁶ Исследователи отмечают тенденцию к формированию в теории КУ междисциплинарного подхода (см. Prentice, Holland 1993).

Переход к иным условиям развития корпорации сопровождается изменением условий делегирования полномочий и механизмов прямого и косвенного мониторинга. В развитии системы КУ нередко возникают неоптимальные процессы; одним из примеров такого рода могла бы, вероятно, служить волна конгломератных слияний в США второй половины 60-х - начала 70-х гг. Однако активное действие конкурентных сил на различных рынках не только очерчивает (в более длительной тенденции) возможные границы подобных отклонений, но чаще всего также активизирует децентрализованные механизмы, корректирующие обнаружившиеся "перекосы". Функционирование развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда было и остается важнейшим условием эффективности КУ.

Различия в структурах КУ, складывающихся в постсоциалистической экономике, в немалой степени зависят, конечно, от исходных условий перехода к рыночной экономике. По мере осуществления такого перехода они во все большей степени определяются особенностями проводимых реформ и формами и методами приватизации, осуществляемой в основных секторах экономики.

Общую тональность выводов, весьма оптимистически оценивающих итоги последовательной реформы собственности, трудно оспорить. Приватизация государственных предприятий безусловно представляла собой необходимый шаг, требовавшийся для перехода к более эффективным методам хозяйствования, в том числе для формирования работоспособных структур КУ. Вместе с тем бросается в глаза почти полное совпадение приведенных наблюдений с получившими широкое распространение в академической литературе суждениями относительно результатов приватизации в *развитой* рыночной экономике⁵⁷. Указанное обстоятельство, может по крайней мере частично, объясняться тем, что преобладающая часть упоминавшихся исследований относилась к странам, сравнительно дальше продвинувшимся по пути рыночных реформ (Словения, Чехия, Венгрия, Польша).

Вместе с тем в большинстве перечисленных работ отодвинутым на задний план оказался вопрос о возможных издержках приватизации, столь рельефно выделяемый "фундаментальной теоремой" приватизации (см. Stiglitz, 1994)⁵⁸. Особенно

⁵⁷ Для того, чтобы убедиться в этом достаточно сравнить эти оценки с анализом последствий приватизации в развитых странах - см. Megginson, Nash, Van Randenborg 1994; Galal, Jones, Tandon, Vogelsang 1994.

⁵⁸ Конкретизируя эти соображения в докладе на конференции Мирового банка, Дж. Стиглиц отмечает: при отсутствии адекватной институциональной инфраструктуры приватизация, к тому же осуществляемая методами, которые большей частью населения рассматриваются как незаконные, в

существенным представляется анализ неэффективности и потерь, порождаемых неравномерностью и неполнотой осуществляемых реформ. Последнее обстоятельство может существенно ограничивать потенциалы, заложенные в процессах утверждения принципов частной собственности⁵⁹. Непоследовательность институциональных реформ и серьезная макроэкономическая нестабильность по существу превращали проекты приватизации, как отмечал К. Эрроу, в "предсказуемое экономическое бедствие" (цит. по Nellis 1999, p.9).

Структура российского КУ складывается в специфической ситуации, когда институциональные реформы, и без того не слишком радикальные, явно не поспевали за стремительной приватизацией. Вплоть до настоящего времени не получили развития экономические и правовые институты, обеспечивающие реализацию прав собственности и контрактных прав. К тому же сами возможности использования стандартных процедур официального инфорсменты ограничены широким распространением «теневых» операций двухъярусных структур и теневых фирм. Все это неизбежно способствует некоторому размыванию предусматриваемых "правил игры", усиливая неустойчивость хозяйственных отношений. Система КУ оказывается наиболее приспособленной лишь для того, чтобы осуществлять «иррациональную стратегию в иррациональной окружающей среде» (см. Grigoriev, Kuznetsov 1998). Вместе с тем она не может обеспечить заметного повышения эффективности приватизированных предприятий (Радыгин 1998b, стр. 486).

Отсюда и несколько менее радужные итоги. Почти все обследования российских фирм показывают: переход к самостоятельности (хозяйственной и юридической) *сам по себе* еще не вносит радикальных изменений в систему корпоративного контроля и управления. Более того, в ряде случаев в странах, не осуществлявших "массовой" приватизации, но более последовательно проводивших институциональные реформы (скажем, в Венгрии), появились более действенные хозяйственные стимулы и развернулась более интенсивная реорганизация производства, чем в тех странах, в которых прошла ваучерная приватизация и сегодня на приватизированные предприятия приходится сравнительно большая доля производства и занятости.

действительности может лишь ухудшить долгосрочные перспективы рыночного развития (Stiglitz 1999, p.5).

⁵⁹ Рассматривая итоги приватизации в различных группах развивающихся стран, исследователи неоднократно отмечали: наличие более благоприятной "экономической среды" в сравнительно более развитых странах позволяет значительно полнее использовать возможности, открываемые приватизацией имущества (см., напр., Boubakri, Cosset 1998; Kikeri, Nellis, Shirley 1992)

Незрелость институциональных условий и "несовершенства" товарных и финансовых рынков существенно сказываются на последствиях приватизации. При этом меняется само содержание отношений, предполагаемых теми или иными структурами КУ. Так, при всем внешнем сходстве структур контроля «окопавшегося менеджмента» в российских корпорациях со, скажем, немецкими, как цели руководителей фирм, так и методы ведения хозяйственных операций могут различаться значительно сильнее, чем действия менеджеров в различных российских фирмах - тех, в которых господствуют инсайдеры, и тех, которые контролируются "внешними" собственниками. Результаты обследований свидетельствуют: руководителям приватизированных фирм сплошь и рядом приходится сталкиваться с ситуациями, просто не возникающими в условиях развитых рыночных отношений, и даже в, казалось бы, похожих случаях они принимают иные решения. Поэтому и рассмотрение реакции со стороны различных собственников (разных групп корпораций) на *специфические* стимулы и проблемы, возникающие в ПЭ, может представлять, по-видимому, не меньший интерес, чем рассмотрение "стандартных" рыночных реакций (таких, как меры, направленные на снижение издержек).

Одна из центральных задач политики реформ сводилась к деполитизации предпринимательской деятельности, к замене централизованного контроля и бюрократического "планового руководства" современными формами КУ. Определенный прогресс в этой области несомненно достигнут. Тем не менее трудной и до сих пор, по-видимому, нерешенной задачей остается анализ сохраняющейся неформальной вовлеченности государства в дела "частного" бизнеса. В особенно большой степени это относится к российской экономике.

Российское КУ, в сравнительно меньшей степени опирающееся на децентрализованные механизмы рыночного регулирования, остается вместе с тем, по-видимому, более политизированным, чем КУ во многих странах Центральной и Восточной Европы. В борьбе за захват (перехват) корпоративного контроля в России важнейшую роль продолжают играть политические связи и поддержка властей (особенно на региональном уровне). Кандидатуры топ-менеджеров и сейчас, в ряде случаев "согласуются" с политическими властями не менее тщательно, чем во времена жесткой партийной иерархии. Органы власти и государственные службы могут в любой момент в качестве предлога использовать нарушение какой-либо из бесчисленных ведомственных инструкций и просто приостановить деятельность компании (или даже закрыть ее). Более полный учет последствий разновременности

реформы собственности и институциональных реформ, а также неполноты последних помог бы не только выявить особенности российской структуры КУ, но и дать более обоснованный ответ на ключевой вопрос: почему за стремительной приватизацией в России не последовала столь же энергичная перестройка хозяйственной деятельности приватизированных компаний.

2.5. Противоречивые изменения в современных подходах рынка к проблемам корпоративного управления

Вряд ли возможны значительные иллюзии в отношении начавшегося в 2000-2002 гг. «ремонта фасадов» многих крупных корпораций в плане улучшения корпоративного управления («кодексы корпоративного управления», «независимые директора», «отделы по работе с акционерами», обеспечение «прозрачности» и т.п.). Этот «ремонт», по всей видимости, носит преимущественно косметический характер, не затрагивая той системы отношений, которая сложилась в российском корпоративном секторе в 90-х гг. Такая ситуация связана прежде всего с отсутствием весомых предпосылок для реальных глубоких сдвигов в данной сфере (прежде всего в контексте проблемы равного отношения ко всем акционерам и прав акционеров) – предпосылок в структуре собственности и контроля, в сфере источников финансирования, в области схем «организации бизнеса», во внешней по отношению к корпорациям среде (налоги, политизированный селективный инфорсмент и т.д.). 60

В этой связи вряд ли стоит принимать всерьез как создание Национального совета по корпоративному управлению (2003 г.), так и заявления 2001-2003 гг. руководителей ряда крупнейших российских компаний о проблемах бизнеса, порождаемых отсутствием цивилизованных этических норм ведения бизнеса. Частично такие заявления нашли свое отражение в т.н. Хартии корпоративной и деловой этики РСПП, принятой 25 октября 2002 года. Среди подписавших Хартию сторонников «общепризнанных моральных правил и нравственных норм» есть и участники известных «залоговых аукционов» середины 90-х гг., и инициаторы многих корпоративных конфликтов и скандалов рубежа 90-х – начала 2000-х гг. Ситуация вокруг продажи «Славнефти» в декабре 2002 года также не дает оснований для оптимизма в указанной сфере.

⁶⁰ Подробно см.: Радыгин, 2002; Радыгин., Сидоров, 2000.

В настоящее время существует еще один немаловажный фактор, действующий в пользу вышеприведенного утверждения. В России первоначальный интерес к корпоративному управлению объективно возник лишь по окончании массовой приватизации 1992-1994 гг., хотя значимость долгосрочного характера проблемы для российских предприятий осознавалась рядом экономистов и юристов и ранее. Закон «Об акционерных обществах» (N 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г.) стал важной правовой вехой, однако можно утверждать, что прикладной характер дискуссия о корпоративном управлении (точнее – о дискриминации прав аутсайдеров) приобрела на фоне и по итогам фондового бума 1996-1997 гг. Наиболее известные конфликты того времени («Ноябрьскнефтегаз», «ЮКОС», «Юганскнефтегаз», «Самаранефтегаз», «Пурнефтегаз», «Сиданко», «Носта», «Варьеганефтегаз», «Черногорнефть», Выксунский металлический завод, Магнитогорский металлургический комбинат, Балтийское морское пароходство, Ленинградский металлический завод, Акрон, многие компании связи и электроэнергетики и др.) стали общим сигналом о массовом и хроническом характере проблемы. Генератором дискуссии в значительной мере стали иностранные портфельные инвесторы, еще непривычные к стандартам российской корпоративной культуры. Финансовый кризис 1998 г., вызвав новую волну и новые инструменты перераспределения собственности, лишь усилил остроту дискуссий. Прежде всего это произошло за счет и в ходе усиления имущественных позиций менеджеров и прихода в российские компании новых акционеров, дешево перекупивших пакеты акций в пост-кризисный период.

Если во второй половине 90-х гг. призывы к реформированию норм корпоративного управления генерировались прежде всего западными портфельными инвесторами, то в настоящее время фактор давления «с Запада», видимо, стал менее значимым. По-видимому, в настоящее время можно говорить об *адаптации* (или привыкании) западного делового сообщества к специфике организации корпоративных отношений в России: прежде всего ведение дел через группы формально не связанных компаний, подчиненных одному собственнику или нескольким партнерам, и соответствующая организация финансовых потоков.⁶¹ Можно предположить, таким образом, что создание формального имиджа компании (группы) с элементами цивилизованных стандартов корпоративного управления оказалось достаточным для

⁶¹ Такую оценку современной ситуации дал, в частности, И.А.Розинский на конференции ВШЭ «Модернизация экономики России: итоги и перспективы» (секция 2 «Институциональные и структурные реформы») 3-4 апреля 2002 г.

многих западных контрагентов, а основополагающая система «организации бизнеса» (в том числе недивидендные источники доходов и трансфертное ценообразование) принята как данность.

В то же время в России, как показывают различные опросы, *подавляющее большинство компаний* имеют весьма отдаленное представление о преимуществах и принципах (стандартах) эффективного корпоративного управления. По различным данным, не более 15-17 % компаний России знакомы с мировой практикой и рекомендациями российского Кодекса корпоративного управления (основанного на Принципах ОЭСР), и только треть из них готовы к внедрению части новаций.⁶² Лишь 10-я часть компаний с большой долей условности может быть отнесена к компаниям с позитивной практикой в области корпоративного управления. При этом, по экспертным оценкам, кодекс только на 5-10 % будет определять судьбу российского рынка ценных бумаг и приход на него долгосрочных инвестиций.⁶³

Отсутствие адекватной информации о возможностях и стандартах корпоративного управления – только вершина айсберга. Если бы новации корпоративного управления были реально востребованы, его без сомнения уже проштудировали бы юристы всех публичных компаний России без всякой рекламы и в сжатые сроки.

Более того, хотя российское корпоративное законодательство – при наличии целого ряда серьезных пробелов – можно оценивать как вполне развитое, только правовых новаций отнюдь недостаточно для повышения уровня корпоративного управления. По данным совместного исследования «The Economist» и KPMG (2002 г.), наибольшее значение имеют *внутрикорпоративные* инициативы и корпоративная культура. Если достижения в области корпоративной культуры и культуры контрактов в целом есть продукт длительного исторического развития, то для конкретных инициатив на уровне компании должны сложиться объективные условия. В России же

⁶² По данным совместного исследования «The Economist» и KPMG (2002 г.), 46 % опрошенных руководителей крупнейших компаний мира включают корпоративное управление в список 3 первостепенных задач, 14 % рассматривают как приоритетную задачу. В России, по данным некоторых опросов, 50 % компаний признают корпоративное управление важным и относят к 3 приоритетным задачам (хотя содержание этого понятия сильно варьируется, а значимость признается чаще всего в перспективе), 17 % компаний рассматривают эту задачу как главную.

⁶³ Очевидно, что рост рыночной капитализации компании есть в то же время и индикатор благополучия в сфере корпоративного управления и реализации интересов всех акционеров компании. При этом потери российских компаний в капитализации, связанные с низкими стандартами корпоративного управления, составили в около 50 млрд. долл. (оценка компании «Тройка Диалог», 2001 г.), а «премия» за корпоративное управление может составлять до 38 % стоимости акций российских компаний (оценка компании McKinsey, 2002 г.). См. также: Бурлацкий, Айбиндер, Головнина, 2003.

основная причина неприятия новаций — именно в объективных *особенностях национальной российской модели*: относительно высокий уровень концентрации собственности, фактическая «закрытость» основной массы компаний (формально являющихся ОАО), организация бизнеса в форме группы компаний, слияние функций менеджмента и собственника, самофинансирование, «карманные» советы директоров, отсутствие или неэффективность внешних механизмов и ряд других.

Безусловно, есть и ряд объективных позитивных тенденций в становлении стандартов корпоративного управления у российских эмитентов. По данным Института корпоративного права и управления (ИКПУ), за последний год отмечается повышение прозрачности компаний (информация раскрывается более полно и своевременно, в частности, в ежеквартальных отчетах и сайтах эмитентов), существенно улучшилось содержание учредительных и внутренних документов компаний.⁶⁴ Эти сдвиги находят свое отражение, в частности, в рейтинге корпоративного управления ИКПУ. Так, за 12 месяцев (II-й квартал 2001 г. - II квартал 2002 г.) из 23 компаний, на которые приходится около 90% капитализации российского фондового рынка, в 18 корпоративное управление улучшилось, в 4 ухудшилось и в 1 осталось неизменным. Данные за III квартал 2002 года также подтверждают эту тенденцию. Безусловно, речь идет о ряде крупнейших компаний, поэтому говорить о масштабных сдвигах в корпоративном секторе в отношении соответствующих стандартов пока не представляется возможным. Положительное влияние на качество корпоративного управления российских компаний должна оказать новая редакция закона «О рынке ценных бумаг», вступившая в силу в январе 2003 года. Законом, в частности, устанавливаются новые требования к составу раскрываемой эмитентами информации в форме ежеквартальных отчетов (о финансово-хозяйственной деятельности, лицах, входящих в состав органов управления, об участниках эмитента, сделках, в совершении которых имелась заинтересованность и др.).

Хотя к началу 2000-х гг. правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий, перспективы улучшения действующих норм достаточно широки. Это касается как основополагающего закона «Об акционерных обществах», так и более

⁶⁴ К примеру, известны многие случаи, когда сделки совершались за подписью гендиректора, имеющего незаконно расширенные полномочия. Возможность признания такой сделки ничтожной со всей очевидностью повышало риски для акционеров.

специализированных областей: реорганизация, поглощение, группы компаний, аффилированные лица, инсайдерские сделки, раскрытие информации и отчетность, банкротство и другие. Очевидно также, что методы защиты прав акционеров не смогут получить дальнейшее развитие без адекватных общих мер в сфере инфорсмента и изменений в процессуальном праве.

Раздел 3. Некоторые проблемы совершенствование российского корпоративного законодательства

В последнее время были предприняты достаточно серьезные шаги для совершенствования корпоративного законодательства. Так, в августе 2001 года, в марте и октябре 2002 года в закон «Об акционерных обществах» были внесены изменения и дополнения. Был принят новый Кодекс РФ об административных правонарушениях, в который, в частности, были включены положения относительно ответственности в области корпоративного управления и рынка ценных бумаг. Также внесены существенные изменения в Уголовный кодекс Российской Федерации, связанные с привлечением к ответственности руководителей акционерных обществ к уголовной ответственности за нарушения в области защиты прав и интересов инвесторов. Внесены изменения и дополнения в закон «О рынке ценных бумаг» и закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг». Кроме того, было принято Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» и утвержден Кодекс корпоративного поведения. С 1 сентября 2002 года вступил в действие Арбитражный Процессуальный кодекс, а с 1 февраля 2003 года - Гражданский Процессуальный кодекс РФ.

Тем не менее, несмотря на названные шаги, предпринятые с целью улучшения корпоративного законодательства в РФ, оно продолжает оставаться далеко не совершенным. Ниже рассматриваются некоторые актуальные проблемы корпоративного законодательства⁶⁵, возможные пути его дальнейшего совершенствования и развития в Российской Федерации, а также изменения и дополнения, необходимые, по мнению авторов, для внесения в нормативно-правовые акты в области корпоративного управления и защиты прав и интересов инвесторов.

3.1. Некоторые проблемы регулирования правового положения акционерных обществ с небольшим числом акционеров и возможные пути их решения.

⁶⁵ По отдельным проблемам корпоративного законодательства авторы опирались на следующие источники: Жданов, 2002; Польшгалова, 2002; Савиков, 2000, 2001; Степанов, 2001; Ткаченко, 2002; Тузов, Кресс, 2001; Шапкина, 1997, 2001, 2002 и ряд др.

Существенным недостатком ФЗ «Об акционерных обществах» в его настоящей редакции является то, что в законе практически не делается различий в правовом регулировании деятельности акционерных обществ с небольшим количеством участников и крупных акционерных обществ. В данном разделе хотелось бы остановиться на некоторых проблемах регулирования правового положения акционерных обществ с небольшим числом акционеров.

3.1.1. Некоторые проблемы правового регулирования структуры органов управления в акционерных обществах, в которых все голосующие акции принадлежат одному акционеру или с небольшим числом акционеров – владельцев голосующих акций общества.

В России распространено создание закрытых акционерных обществ с одним-двумя учредителями. При этом вся конструкция управления акционерным обществом, предусмотренная законом рассчитана на акционерное общество с достаточно большим количеством акционеров.

Структура органов управления акционерным обществом построена следующим образом:

- 1) высшим органом управления является общее собрание акционеров общества;
- 2) общее руководство деятельностью общества осуществляет Совет директоров;
- 3) руководство текущей деятельностью осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) и (или) коллегиальным исполнительным органом общества (правление, дирекция);
- 4) контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества осуществляется ревизионной комиссией (ревизором) общества и аудитором общества⁶⁶.

Законодательное закрепление вышеуказанной системы управления акционерным обществом является вполне оправданным и справедливым. Ведь ее назначением является создание системы сдержек и противовесов между органами управления акционерным обществом, а также поддержка баланса интересов различных групп акционеров, менеджмента и членов Совета директоров общества и обеспечение интересов как крупных, так и миноритарных акционеров общества. При этом указанная структура управления является достаточно эффективной в случае с крупными

⁶⁶ ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1996 г. №208-ФЗ, ст. 47, 64, 69, 85, 86.

открытыми акционерными обществами, в которых, несомненно, существует необходимость в создании и действии нескольких органов управления компанией.

Тем не менее, в случае с закрытым акционерным обществом с небольшим количеством акционеров или с одним акционером, вся необходимость создания такой сложной системы управления отпадает.

Рассмотрим модель управления закрытым акционерным обществом, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру или менее 50 акционерам, предусмотренную ФЗ «Об акционерных обществах».

В соответствии с законом в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру, решения по вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров, принимаются этим акционером единолично и оформляются письменно. При этом положения закона, определяющие порядок и сроки подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров, не применяются, за исключением положений, касающихся сроков проведения годового общего собрания акционеров⁶⁷.

Также пп. 2 п. 1 ст. 64 закона предусмотрено, что в обществе с числом акционеров - владельцев голосующих акций менее пятидесяти устав общества может предусматривать, что функции совета директоров общества (наблюдательного совета) осуществляет общее собрание акционеров. В этом случае устав общества должен содержать указание об определенном лице или органе общества, к компетенции которого относится решение вопроса о проведении общего собрания акционеров и об утверждении его повестки дня.

Казалось бы все вполне логично. Тем не менее, в указанных положениях все же содержатся некоторые неточности. Так, в положении, предусмотренном п. 3 ст. 47 указано, что в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру, решения по всем вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров, принимаются этим акционером единолично и оформляются письменно. При этом в данном случае не применяются положения закона, регулирующие деятельность общего собрания акционеров, за исключением положений, касающихся сроков проведения годового общего собрания акционеров.

В данном случае последнее положение п. 3 ст. 47 закона сформулировано несколько неточно с точки зрения юридической техники, поскольку из его точного

⁶⁷ ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1996г. №208-ФЗ, п. 3 ст. 47.

толкования однозначно не следует того, что годовое общее собрание акционеров не проводится, просто акционер-учредитель должен принимать решения, отнесенные к компетенции годового общего собрания акционеров в срок, установленный уставом общества, но не ранее чем через 2 месяца и не позднее чем через 6 месяцев после окончания финансового года.

В данном случае можно предложить изложить вышеуказанное положение закона в следующей редакции: «Акционер – владелец всех голосующих акций общества ежегодно в сроки, устанавливаемые уставом общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через 6 месяцев после окончания финансового года обязан принимать решения, отнесенные положениями настоящей главы к компетенции годового общего собрания акционеров. При этом положения настоящей главы, определяющие порядок, сроки подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров не применяются».

Что же касается нормы, закрепленной в пп. 2 п. 1 ст. 64, в соответствии с которой в обществе с числом акционеров – владельцев голосующих акций менее 50 устав общества может предусматривать, что функции совета директоров общества осуществляет общее собрание акционеров, то в данном случае не понятно, как указанное положение применять к акционерному обществу, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру. С одной стороны понятно, что данное положение применимо к такому обществу, ведь в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру просто «не из кого» формировать совет директоров. С другой стороны, для того, чтобы исключить неправильное толкование указанной нормы закона, необходимо дополнить ее *положением, устанавливающим, что в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру, совет директоров не избирается, а решения по вопросам, отнесенным законом к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества, принимаются этим акционером и оформляются письменно.*

Ни одно акционерное общество не может действовать без исполнительных органов управления, поскольку именно они осуществляют текущее управление его деятельностью. В данном случае также возникает проблема: кто будет осуществлять функции исполнительного органа управления в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру. В соответствии со статьей 69 ФЗ «Об акционерных обществах» выполнение функций исполнительных органов общества осуществляется либо единоличным исполнительным органом, либо коллегиальным

исполнительным органом, либо полномочия единоличного исполнительного органа общества передаются по договору коммерческой организации. В случае, если все акции общества принадлежат одному акционеру, функции исполнительного органа общества осуществляются либо данным акционером, либо передаются по договору управляющей организации. При этом непосредственно в законе данный вопрос не прописан. В связи с чем необходимо *закрепить в законе норму, определяющую порядок руководства текущей деятельностью общества в обществе с одним акционером.*

Кроме того, в соответствии с п. 3 ст. 69 ФЗ «Об акционерных обществах» договор с генеральным директором от имени общества подписывается председателем совета директоров общества или лицом, уполномоченным советом директоров. При этом в законе не установлено *кем будет подписываться договор с генеральным директором в случае, если в обществе отсутствует совет директоров.* Указанный пробел законодательства может быть устранен путем внесения соответствующих изменений в ФЗ «Об акционерных обществах».

Также в данном случае хотелось бы обратить внимание на еще одну проблему.

В соответствии с п. 1 ст. 70 ФЗ «Об акционерных обществах» «коллегиальный исполнительный орган общества действует на основании устава и утвержденного общим собранием акционеров внутреннего документа общества (положения, регламента или иного документа), в котором устанавливаются сроки и порядок созыва и проведения его заседаний, а также порядок принятия решений.

Таким образом, следуя из названной нормы закона, в обществе, где руководство текущей деятельностью осуществляется коллегиальным исполнительным органом, помимо устава общим собранием акционеров должно быть принято положение о коллегиальном исполнительном органе общества.

На практике положения о коллегиальном исполнительном органе общества принимаются только в крупных акционерных обществах. В обществах с небольшим числом акционеров, даже если в них избирается коллегиальный исполнительный орган управления, как правило, никаких дополнительных положений не принимают, ограничиваясь принятием устава, в котором и определяют порядок созыва и проведения заседаний коллегиального исполнительного органа управления, порядок принятия решений и др.

В связи с вышеизложенным, можно предложить *изменить п. 1 ст. 70 ФЗ «Об акционерных обществах», установив, что требование о принятии положения,*

определяющего порядок деятельности коллегиального органа управления общества, является диспозитивным.

3.1.2. Правовое регулирование порядка осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью в акционерных обществах, все голосующие акции которых принадлежат одному акционеру или в обществах с небольшим числом акционеров – владельцев голосующих акций общества.

Конструкция акционерного общества, определенная в законе «Об акционерных обществах», предусматривает также наличие органов контроля за финансово-хозяйственной деятельностью. Как уже было отмечено, такими органами являются ревизионная комиссия (ревизор) общества и аудитор. При этом если аудит общества осуществляется только в случаях, предусмотренных законом ⁶⁸, то проверки финансово-хозяйственной деятельности общества должны осуществляться не реже одного раза в год в не зависимости от типа акционерного общества и количества акционеров – владельцев голосующих акций общества.

Кроме того, для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества общим собранием акционеров в соответствии с уставом общества избирается ревизионная комиссия (ревизор) общества ⁶⁹. Причем в соответствии с указанной нормой закона ревизионная комиссия (ревизор) должна избираться во всех акционерных обществах, независимо от количества акционеров. Таким образом, если следовать букве закона, в акционерном обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру и, в котором общее собрание акционеров не действует, а все вопросы решаются таким акционером, также должна действовать ревизионная комиссия (ревизор) с целью контроля акционером за финансово-хозяйственной деятельностью общества. Следовательно, в вышеуказанном

⁶⁸ В соответствии со статьей 7 ФЗ «Об аудиторской деятельности» от 7 августа 2001 года № 119-ФЗ обязательный аудит, в отношении акционерных обществ осуществляется только в следующих случаях, если:

1) организация имеет организационно-правовую форму открытого акционерного общества; 2) объем выручки организации за один год превышает в 500 тысяч раз установленный законодательством РФ минимальный размер оплаты труда или сумма активов баланса превышает на конец отчетного года в 200 тысяч раз установленный законодательством РФ минимальный размер оплаты труда.

⁶⁹ П. 1 ст. 85 ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1996г. №208-ФЗ.

случае единственный акционер – владелец всех голосующих акций общества должен своим решением назначить ревизионную комиссию (ревизора) для того, чтобы самому контролировать осуществление финансово-хозяйственной деятельности общества, хотя такой акционер осуществляет самостоятельно управление обществом и, несомненно, находится в курсе финансово-хозяйственного положения дел в обществе. Такая же абсурдная ситуация возникает и в обществе с небольшим числом акционеров, непосредственно участвующих в управлении обществом и решающих все вопросы текущей деятельности общества.

В связи с вышеизложенным на практике в акционерных обществах, в которых все голосующие акции общества принадлежат одному акционеру, или в обществах с небольшим числом акционеров ревизионная комиссия (ревизор) не избираются, и проверки финансово-хозяйственной деятельности не проводятся, что является нарушением действующего законодательства, но не противоречит здравому смыслу.

В данном случае, можно предложить внести соответствующие изменения в статью 85 ФЗ «Об акционерных обществах» и *освободить акционерные общества, все голосующие акции которых принадлежат одному акционеру и акционерные общества с небольшим числом акционеров – владельцев голосующих акций от обязанности избирать ревизионную комиссию (ревизора) общества и осуществлять контроль за финансово-хозяйственной деятельностью такого общества.*

На основании вышеизложенного можно сделать вывод о необходимости более детального регулирования правового положения акционерных обществ, все голосующие акции которых принадлежат одному акционеру и обществ, все голосующие акции которых принадлежат небольшому количеству акционеров. В данном случае можно предложить два варианта законодательного регулирования правового положения упомянутых выше акционерных обществ.

Это можно сделать либо путем внесения изменений в вышеуказанные статьи ФЗ «Об акционерных обществах», либо дополнив ФЗ «Об акционерных обществах» специальной отдельной главой, регулирующей указанные вопросы.

3.2. Необходимость совершенствования законодательства в области раскрытия информации.

3.2.1. Совершенствование правового регулирования в области обеспечение доступа акционерам к информации о деятельности общества.

Как показывает практика, довольно часто право акционеров на доступ к информации о деятельности общества нарушается: либо обществом предоставляется не вся информация, либо информация не предоставляется вообще.

Изменения и дополнения, внесенные в закон «Об акционерных обществах», уточнили перечень информации о деятельности общества, подлежащей предоставлению акционерам по их требованию, что является, несомненно, позитивным. Так, например, был уточнен перечень информации, подлежащей предоставлению по запросу акционеров. Тем не менее, внесение указанных изменений и дополнений не решило всех проблем, связанных с предоставлением информации об акционерных обществах акционерам.

Как показывает правоприменительная практика, достаточно большой процент споров, рассматриваемых в судах, связан именно с нарушением прав акционеров на доступ к документам, связанным с деятельностью общества. Это связано с неоднозначной трактовкой понятия информации, обязательной к предоставлению обществом по запросу акционеров.

Так, в соответствии с п. 1 ст. 91 ФЗ «Об акционерных обществах» общество обязано обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным пунктом 1 ст. 89 закона. К документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа имеют право доступа акционеры, имеющие в совокупности не менее 25% голосующих акций общества. В п. 1 ст. 89 закона установлен перечень конкретных документов, к которым имеет право доступа акционер.

Тем не менее, в соответствии с пп. 2 п. 1 ст. 67 части первой Гражданского кодекса РФ «участники хозяйственных обществ вправе получать информацию о деятельности общества и знакомиться с его бухгалтерскими книгами и иной документацией в установленном учредительными документами порядке».

Следовательно, если в законе «Об акционерных обществах» установлен порядок ознакомления с документами общества и перечень документов, к которым имеет доступ тот или иной акционер, то в соответствии с упомянутой выше нормой Гражданского кодекса акционер вправе получать абсолютно всю информацию о деятельности общества и, в том числе, как следует из ст. 67 ГК, любой акционер вправе знакомиться с бухгалтерской документацией общества.

Данное противоречие норм ФЗ «Об акционерных обществах» и Гражданского кодекса РФ привело к некоторым затруднениям в их применении.

В этой связи можно привести в качестве примера дело по иску ЗАО "Служба управляющего консультирования" к ОАО "Криогенмаш" об обязанности представить копии документов о его деятельности, обеспечив доступ к подлинникам перечисленных в исковом заявлении документов.

Решением Арбитражного суда города Москвы иск был удовлетворен частично, и суд обязал ответчика предоставить истцу копии следующих документов:

- устава общества, изменения и дополнения к нему;
- документы, подтверждающие право на имущество, находящееся на балансе общества, балансовая стоимость которого составляет сумму, превышающую минимальный размер оплаты труда в 25000 раз;
- внутренние документы общества, утвержденных общим собранием акционеров, правлением, советом директоров (наблюдательным советом) общества;
- годовые финансовые отчеты, бухгалтерские балансы с приложением, сдаваемым в налоговые органы;
- журналы - ордера и ведомости счетов в соответствии с планом бухгалтерского учета;
- оплаченных счетов - фактур по хозяйственным операциям, проведенным за период с 01.01.1994 по 10.12.2000, сумма по которым превышает минимальный размер оплаты труда в 25000 раз;
- заключения ревизионной комиссии (ревизора) общества, аудитора общества;
- протоколы общих собраний акционеров общества, заседаний совета директоров общества, ревизионной комиссии (ревизора), правления общества;
- списки аффилированных лиц общества с указанием количества и категории (типа) принадлежащих им акций. Кроме того, суд обязал ответчика обеспечить доступ истцу к оригиналам документов.

Суд апелляционной инстанции изменил решение суда первой инстанции: отказал в удовлетворении иска в части предоставления журналов - ордеров и ведомостей счетов в соответствии с планом бухгалтерского учета, оплаченных счетов - фактур по хозяйственным операциям, сумма по которым превышает минимальный размер оплаты труда в 25000 раз, протоколов заседаний правления общества. В остальной части решение суда первой инстанции оставлено без изменения.

На решения судов первой и апелляционной инстанции истцом была подана кассационная жалоба. Указанная жалоба была оставлена без удовлетворения по нижеследующим основаниям.

«Суд кассационной инстанции пришел к выводу, что судами правильно были применены ст. ст. 89, 90, 91 ФЗ "Об акционерных обществах", раскрывающих содержание понятия "документы", которые предоставляются акционерным обществом его акционеру в виде предоставления информации об этих хранящихся в обществе документах и обеспечении акционеру доступа к ним.

Также судами обоснованно было отмечено, что в получении информации имеются ограничения, в частности, в отношении документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа общества (п. 1 ст. 91 названного Закона), в связи с чем апелляционная инстанция частично изменила решение суда, отказав в иске о предоставлении этих документов.

Отказ судов в удовлетворении исковых требований о предоставлении документов, конкретные признаки которых не указаны, в частности, трудовых и гражданских договоров, заключенных ответчиком, без указания даты и лиц, заключивших их, также правомерен и основан на законе, так как

требования истца о предоставлении документов, индивидуальные признаки которых не установлены (не определены), являются неисполнимыми.

Ссылка истца в кассационной жалобе на ст. 67 Гражданского кодекса Российской Федерации в данном случае не может рассматриваться как безусловная обязанность акционерного общества о предоставлении всех бухгалтерских документов, так как в этой норме речь идет о бухгалтерских книгах и иной документации, но раскрытие понятия "документация" содержится в специальном законодательстве, которым и следует руководствоваться при разрешении данного спора»⁷⁰.

Как следует из материалов приведенного дела, суд кассационной инстанции при разрешении спора отдал предпочтение нормам ФЗ «Об акционерных обществах» перед положениями Гражданского кодекса. При этом то, что решение суда было сформулировано указанным выше образом, еще не означает, что впредь при разрешении подобных споров суды будут руководствоваться только нормами ФЗ «Об акционерных обществах».

Кроме того, названные нормы Гражданского кодекса и ФЗ «Об акционерных обществах» содержат противоречия, поскольку в пп. 2 п. 1 ст. 67, как было указано выше, содержится положение, в соответствии с которым акционеры вправе получать информацию в порядке, установленном исключительно учредительными документами, а не в порядке, установленном законом.

Для того чтобы устранить указанные выше противоречия между ФЗ «Об акционерных обществах» и ст. 67 Гражданского кодекса, следует внести *изменения в ст. 67 Гражданского кодекса, сформулировав ее следующим образом: «участники хозяйственного товарищества или общества вправе получать информацию о деятельности товарищества или общества и знакомиться с документами, относящимися к деятельности товариществ и обществ в порядке, определенном законодательством РФ».*⁷¹

3.2.2. Необходимость законодательного установления требований к содержанию годового отчета акционерных обществ.

⁷⁰ Постановление федерального арбитражного Суда Московского Округа по проверке законности и обоснованности решений (определений, постановлений) арбитражных судов, вступивших в законную силу от 16 августа 2001 г., дело N КГ-А41/4253-01

⁷¹ Очевидно, что речь идет именно о порядке, а не о размере пакета акций, позволяющем претендовать на получение той или иной информации. Определенный «порог» доступа к информации (в зависимости от пакета акций), тем не менее, имеет значение с точки зрения защиты компании и ее крупнейших акционеров от корпоративного шантажа. В данном случае проблема состоит в том, чтобы обеспечить разумный баланс доступа к информации и защиты от шантажа (порог 25 % представляется завышенным).

В соответствии со статьей 48 ФЗ «Об акционерных обществах» общим собранием акционеров ежегодно должен утверждаться годовой отчет. При этом в законе не определено содержание такого годового отчета.

Требования к содержанию годового отчета акционерного общества были закреплены в Положении о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров⁷². Кроме того, помимо требований к содержанию годового отчета, в указанном Положении закреплен порядок его утверждения. Установление требований к содержанию и порядку утверждения годового отчета акционерного общества, является, несомненно, позитивным.

Тем не менее, в данном случае следует отметить, что в соответствии с п. 1.1 Положения его действие распространяется на порядок подготовки, созыва и проведения общих собраний акционеров закрытых и открытых акционерных обществ. А требования к содержанию годового отчета не относятся к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров.

Из вышеизложенного можно сделать вывод о необходимости закрепления требований к содержанию годового отчета в ФЗ «Об акционерных обществах» и исключении соответствующих положений из Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров.

3.3. Проблемы применения законодательства в области ответственности за нарушение прав и законных интересов инвесторов.

Законодательством Российской Федерации предусмотрена как гражданско-правовая, так и административная и уголовная ответственность за нарушение прав и законных интересов инвесторов.

3.3.1. Гражданско-правовая ответственность за нарушение прав и законных интересов инвесторов.

Гражданско-правовая ответственность руководителей предусмотрена ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которым члены органов управления общества несут ответственность перед обществом за убытки, причиненные обществу

⁷² Утверждено Постановлением ФКЦБ от 31 мая 2002 года №17/пс.

их виновными действиями (бездействиями)⁷³. При этом, как следует из указанной нормы закона, ответственность руководителей органов управления общества наступает только в случае наличия в их действиях вины в форме умысла или неосторожности.

На практике нам не известны случаи привлечения руководителей акционерных обществ к гражданско-правовой ответственности по вышеуказанному основанию, хотя встречается множество случаев, когда советы директоров или генеральные директора причиняют вред обществу своими решениями.

Между тем, если доказать факт виновного причинения убытков обществу генеральным директором возможно, то, доказать вину членов коллегиальных органов управления очень сложно. Ведь в данном случае от акционера в суде потребуются доказательства того, что члены органов управления желали причинения убытков обществу, либо допускали то, что такие убытки должны наступить, либо надеялись предотвратить убытки, либо не предвидели наступление убытков, хотя должны были предвидеть их наступление, что само по себе достаточно сложно. При этом, даже если причинно-следственная связь между решением органа управления обществом и убытками будет налицо, доказать вину каждого члена соответствующего органа управления будет сложно.

Для того, чтобы привлечение к гражданско-правовой ответственности членов органов управления акционерных обществ и их руководителей стало реальностью, можно предложить два выхода из сложившейся ситуации: *либо дать официальное толкование вышеуказанной норме ФЗ «Об акционерных обществах», разъяснив в каких случаях вина руководителей будет прямо следовать из решений, принятых ими, либо применить более жесткие меры: установить презумпцию виновности членов коллегиальных органов управления, голосовавших «за» принятие решения, которое и повлекло причинение убытков обществу и руководителя общества, принявшее такое решение.*

3.3.2. Административная ответственность за нарушения прав и законных интересов инвесторов.

Административно-правовая ответственность за нарушения прав и законных интересов инвесторов предусмотрена Кодексом РФ об административных

⁷³ Ст. 71 ФЗ «Об акционерных обществах».

правонарушениях⁷⁴, в соответствии с которым к ответственности можно привлечь за совершение следующих правонарушений:

- недобросовестную эмиссию ценных бумаг;
- нарушение требований законодательства, касающихся предоставления и раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- воспрепятствование осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом;
- уклонение от передачи регистратору ведения реестра владельцев ценных бумаг.

При этом за указанные правонарушения к ответственности могут привлекаться как юридические лица, так и руководители акционерных обществ.

В Кодексе РФ об административных правонарушениях не разграничиваются случаи, когда привлечению к ответственности подлежит юридическое лицо, а когда соответствующее должностное лицо, что затрудняет применение указанных норм закона.

В связи с вышеизложенным, можно предложить *внести соответствующие изменения в Кодекс РФ об административных правонарушениях и определить в каких случаях к ответственности за то или иное нарушение подлежат привлечению руководители акционерных обществ, а в каких само акционерное общество.*

Как уже было отмечено, в соответствии с Кодексом РФ об административных правонарушениях руководители акционерных обществ и акционерные общества могут привлекаться к ответственности за нарушения требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации на рынке ценных бумаг. При этом ответственность в данном случае предусмотрена за:

- непредставление эмитентом инвестору по его требованию предусмотренной законодательством информации либо предоставление недостоверной информации;
- нарушение эмитентом порядка раскрытия информации на рынке ценных бумаг, обязанность по которой предусмотрена законодательством.

Проблема нарушения эмитентом порядка раскрытия информации на рынке ценных бумаг относительно ясна: в данном случае речь идет о нарушении порядка раскрытия публичной информации. В случае же с непредставлением инвестору

⁷⁴ ФЗ от 30 декабря 2001 года № 195-ФЗ.

информации возникают некоторые вопросы. В частности, в Кодексе РФ об административных правонарушениях не раскрывается понятие информации применительно к данной норме. На практике инвестору может быть непредоставлен по его требованию как один протокол заседания Совета директоров, так и полный пакет документов к общему собранию акционеров, в связи с чем права инвестора будут нарушены в разной степени. Также в разной степени будут нарушены права инвестора, владеющего одной акцией, которому не предоставили один протокол заседания Совета директоров, и права инвестора, владеющего, например, 25% акций общества. Очевидно, что во втором случае инвестор действительно лишится возможности принять правильное решение, не имея необходимой информации, тогда как владелец одной акции вряд ли сможет в виду небольшого количества принадлежащих акций повлиять своим неправильно принятым решением на общие результаты голосования.

Таким образом, исходя из вышеизложенного, в целях совершенствования законодательства о защите прав инвесторов, можно предложить *определить минимальный объем информации, непредставление которого инвестору влечет привлечение к административной ответственности, а также разграничить ответственность обществ и их руководителей в зависимости от того, каким пакетом акций владеет инвестор, которому не была предоставлена информация или предоставлена недостоверная информация. Это можно сделать либо путем официального толкования вышеуказанных норм Кодекса РФ об административных правонарушениях либо путем внесения изменений в Кодекс РФ об административных правонарушениях.*

Кроме того, как уже было отмечено выше, в Кодексе об административных правонарушениях предусмотрена также ответственность за воспрепятствование осуществлению инвестором прав по управлению обществом⁷⁵.

Следует отметить, что указанная норма в настоящее время недостаточно активно применяется на практике. За совершение указанного правонарушения к ответственности, как правило, привлекаются регистраторы. Нам не известны случаи привлечения к ответственности по указанному основанию организаций и тем более членов их органов управления.

Тем не менее, поскольку в Кодексе РФ об административных правонарушениях не дан исчерпывающий перечень того, что попадает под понятие «воспрепятствование

⁷⁵ Статья 15.20 Кодекса РФ об административных правонарушениях.

осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом», под указанное основание для привлечения к ответственности можно при желании подвести все что угодно: от отказа во включении кандидата в список для избрания в органы управления общества до ограничения участия акционера в общем собрании акционеров.

При этом на практике имели место случаи, когда акционерам отказывали в участии в общем собрании акционеров без достаточных на то оснований, акционеры надлежащим образом не извещались о проведении общего собрания акционеров и др.

В связи с тем, что, во-первых, указанную норму закона можно толковать широко и, во-вторых, на практике часто встречаются случаи, попадающие под понятие «воспрепятствование осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом» и при желании к административной ответственности за совершение указанного правонарушения можно привлечь практически за что угодно, можно предложить *определить исчерпывающий перечень нарушений, которые можно квалифицировать как «воспрепятствование осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом».*

3.3.3. Уголовная ответственность за нарушение прав и законных интересов инвесторов.

В Уголовном кодексе РФ предусмотрена уголовная ответственность за следующие преступления в области нарушения прав и законных интересов инвесторов:

- злоупотребления при эмиссии ценных бумаг;
- злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бумагах.

Если в отношении привлечения к ответственности за злоупотребления при эмиссии ценных бумаг в Уголовном кодексе дано исчерпывающее объяснение, то много вопросов возникает в отношении привлечения к уголовной ответственности за преступления в области нарушения прав инвесторов.

Во-первых, в данном случае не ясно, кто будет являться субъектом преступления. По общему правилу в данном случае ответственным будет являться генеральный директор общества, поскольку именно он осуществляет текущую деятельность по управлению акционерным обществом, а значит, и несет

ответственность за обеспечение инвесторов достоверной информацией в полном объеме. Тем не менее, в крупных акционерных обществах распространена практика возложения функций по координации с инвесторами на специальные отделы или управления. При этом письма об отказе в предоставлении информации подписываются начальником такого отдела или управления. Также на практике нередко возникают случаи, когда инвестору вообще не сообщается о причинах отказа в предоставлении той или иной информации, и в данном случае не понятно, кого же следует привлекать к ответственности за нарушения прав инвестора.

Кроме того, в статье 185.1, определяющей понятие такого преступления как злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бумагах, не разъясняется понятие «злостного уклонения». Можно предположить, что под «злостным уклонением» в данном случае можно понимать либо 1) систематичность уклонения от предоставления информации, когда информация не предоставляется два или более раза либо 2) непредоставление всего объема информации (например, информации к годовому общему собранию акционеров). В связи с отсутствием практики привлечения к ответственности за совершение указанного преступления трудно сказать, как понятие «злостности» в контексте данной нормы Уголовного Кодекса будет толковаться судом.

Также, как следует из приведенной выше статьи Уголовного кодекса РФ, уголовная ответственность в данном случае наступает за злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу информации, которая, отвечающая следующим условиям:

- 1) Содержащая сведения об эмитенте; о финансово-хозяйственной деятельности эмитента; о ценных бумагах, сделках и иных операциях с ценными бумагами эмитента;
- 2) Определенная законодательством РФ о рынке ценных бумаг.

При этом в статье 185.1 не разъясняется, какая именно информация подразумевается под данными об эмитенте и о финансово-хозяйственной деятельности эмитента и какие документы следует относить к указанным данным.

Также в данном случае не ясно, какие именно нормативно-правовые акты входят в «законодательство о рынке ценных бумаг».

Одной из причин данной проблемы является то, что юридического определения рынка ценных бумаг, а, значит и термина «законодательство о рынке ценных бумаг» не

содержит ни действующее законодательство, ни доктрина.⁷⁶ Указанная проблема имеет принципиальное значение для правоприменительной практики, поскольку в связи с отсутствием официального толкования терминов «рынок ценных бумаг» содержание понятия «законодательство о рынке ценных бумаг» может трактоваться по-разному.

К примеру, в данном случае нет однозначного ответа на вопрос о том, можно ли отнести ФЗ «Об акционерных обществах» к законодательству о рынке ценных бумаг в связи с тем, что в соответствии с п. 1 ст.1 ФЗ «Об акционерных обществах», в котором определена сфера применения закона, ФЗ «Об акционерных обществах» «определяет порядок создания, реорганизации, ликвидации, правовое положение акционерных обществ, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров». При этом, как следует из данного положения закона, в сферу его применения не входит рынок ценных бумаг. Тот же вывод следует и из указанного выше определения рынка ценных бумаг. Представляет интерес следующая точка зрения: ФЗ «Об акционерных обществах» входит в отдельную группу нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг, касающуюся регулирования правового режима ценных бумаг, но не затрагивающие непосредственно механизм функционирования рынка ценных бумаг (Олейник, 1999). При этом вопрос об отнесении ФЗ «Об акционерных обществах» к законодательству о рынке ценных бумаг является принципиальным, поскольку в нем содержатся положения, определяющие, какая именно информация, подлежит предоставлению инвесторам.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод о необходимости *официального толкования понятий рынок ценных бумаг и содержания определения «законодательство о рынке ценных бумаг», в том числе и с целью надлежащего применения нормы об уголовной ответственности за злостное уклонение от предоставления информации инвесторам и контролирующим органам.*

3.4. Пробелы в правовом регулировании механизма изменения типа акционерного общества и их устранение.

⁷⁶ Можно привести, например, следующее определение рынка ценных бумаг, данное в юридической литературе: рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, обладающих свойствами специфического товара, по особым правилам и в рамках определенной территории между субъектами, осуществляющими или иным образом воздействующими на их выпуск, обращение и погашение. См.: Олейник, с.. 614.

На практике ⁷⁷ часто возникает вопрос о возможности изменения типа общества: с открытого акционерного общества на закрытое акционерное общество и с закрытого в открытое. В ФЗ "Об акционерных обществах" нет прямого указания на то, что изменять тип общества запрещено. В соответствии с пунктом 3 статьи 7 ФЗ "Об акционерных обществах", в случае, если число акционеров закрытого акционерного общества превысит установленный настоящим пунктом предел (т.е. пятьдесят), указанное общество в течение одного года должно преобразоваться в открытое. Если число его акционеров не уменьшится до установленного настоящим пунктом предела, общество подлежит ликвидации в судебном порядке".

Следует отметить, что термин "преобразование" в том контексте, в каком он используется в указанной норме закона, недопустим, поскольку преобразование является одной из форм реорганизации, и в гражданском законодательстве под "преобразованием" понимается изменение организационно - правовой формы юридического лица.

Следовательно, для того, чтобы избежать неправильного толкования положения, закрепленного в пункте 3 статьи 7 ФЗ "Об акционерных обществах", следует изменить указанную норму закона, заменив слово "преобразоваться" на "изменить тип".

Кроме того, поскольку смена типа общества не является реорганизацией, то в данном случае не возникает права кредиторов требовать от общества досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательства и возмещения им убытков, не требуется составление передаточного акта, который составляется в случае реорганизации общества в форме преобразования, а также не возникает иных юридических последствий преобразования.

При этом открытым остается вопрос о том, в каком порядке проводится смена типа общества. Так, Г.С.Шапкина полагает, "что решение об изменении типа общества принимает общее собрание акционеров с внесением соответствующих изменений в устав общества или принятием его в новой редакции и государственной регистрацией этих изменений (устава в новой редакции)". ⁷⁸ В данном случае следует отметить, что в ФЗ "Об акционерных обществах" нет прямого указания на то, что смена типа общества должна происходить именно в этом порядке. Не вызывает сомнений то, что необходимо внести соответствующие изменения в устав общества или принять его в

⁷⁷ См. также: Радыгин, Энгов, Шмелева, 2002.

⁷⁸ См.: Шапкина, 1997.

новой редакции, а также зарегистрировать такие изменения в установленном порядке. Но открытым остается вопрос о том, какой именно орган управления акционерного общества уполномочен принимать решение о смене типа общества. В данном случае можно предположить, что решение как таковое об изменении типа общества не принимается вообще, а просто вносятся соответствующие изменения в устав общества или утверждается устав общества в новой редакции, для чего следует включить соответствующий вопрос в повестку общего собрания акционеров ⁷⁹.

Таким образом, для решения вышеуказанных практических проблем следует, во-первых, в пункте 3 статьи 7 ФЗ "Об акционерных обществах", заменить слово "преобразоваться" на "изменить тип", а также прописать в ФЗ «Об акционерных обществах» процедуру смена типа акционерного общества: с открытого на закрытое и наоборот.

3.5. Пробелы в правовом регулировании реорганизации акционерных обществ и предложения по их устранению.

Множество проблем на практике связано с несовершенством законодательства о реорганизации акционерных обществ.

3.5.1. Легальное определение реорганизации.

В законодательстве РФ отсутствует легальное определение реорганизации. Как в ФЗ «Об акционерных обществах», так и в Гражданском кодексе РФ указаны лишь формы реорганизации, но само определение отсутствует. В связи с этим часто возникает неопределенность в терминах, связанных с реорганизацией. Так, например, часто термин «реструктуризация» используется как синоним «реорганизации», что не всегда правильно.

Термин «реорганизация» может использоваться и в отношении задолженности, когда речь идет об изменении условий выполнения обязательств по возврату денежных средств (Жданов, 2002, с. 27-28). Под реструктуризацией кредитной организации понимается «комплекс мер, применяемых к кредитным организациям и направленных на преодоление их финансовой неустойчивости и восстановление платежеспособности,

⁷⁹ См.: Радыгин, Энтов, Межераупс, 2002.

либо на осуществление процедур ликвидации кредитных организаций в соответствии с законодательством Российской Федерации»⁸⁰.

Для устранения данной неопределенности целесообразно внести изменения в Гражданский кодекс РФ, дополнив его легальным определением реорганизации, или урегулировать этот вопрос в рамках специального федерального закона, детализирующего понятие и процедуры реорганизации.

3.5.2. Организационно-правовая форма юридических лиц, участвующих в реорганизации.

На практике часто возникает вопрос об участии в реорганизации юридических лиц различных организационно-правовых форм, например, может ли акционерное общество «слиться» с обществом с ограниченной ответственностью. Причем ни в нормах Гражданского кодекса, ни в Законе «Об акционерных обществах» не содержится четкого ответа на данный вопрос см. Жданов, 2002, с. 30).

При этом из положений статьи 16 ФЗ «Об акционерных обществах» однозначно следует, что в реорганизации в форме слияния могут участвовать только акционерные общества. Данный вывод можно сделать из положения, закрепленного в пункте 2 указанной нормы, в соответствии с которой решение о реорганизации выносится на решение общего собрания акционеров Советом директоров, хотя, как известно, например, в обществе с ограниченной ответственностью высшим органом управления является не общее собрание акционеров, а общее собрание участников общества.

Кроме того, в соответствии с пунктом 3 вышеуказанной статьи «образование органов вновь возникающего общества проводится на совместном общем собрании акционеров, участвующих в слиянии обществ». Также, как следует из пункта 4 статьи 16 закона, «при слиянии обществ акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также собственные акции, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, погашаются». Из указанных положений можно сделать вывод, что в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» в реорганизации в форме слияния могут участвовать только акционерные общества. При этом даже, в случае, если в реорганизации в форме слияния будут участвовать, к примеру,

⁸⁰ ФЗ «О реструктуризации кредитных организаций» от 8 июля 1999 г. №144-ФЗ, ст. 2.1.

акционерное общество и общество с ограниченной ответственностью, вновь созданным обществом должно быть исключительно акционерное общество

Аналогичный подход закреплен в ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»⁸¹. К примеру, в соответствии с положениями ст. 52 указанного закона, решение о реорганизации принимается на общих собраниях участников, также как и решения об утверждении договора о слиянии, устава вновь создаваемого общества, передаточного акта, избрание исполнительных органов вновь созданного общества осуществляется на общем собрании участников.

Тем не менее, не смотря на вышеуказанные положения законов «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью», в указанных нормативно-правовых актах не содержится запрета на проведение смешанной формы реорганизации. Кроме того, в Стандартах эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций⁸² предусмотрена возможность осуществления «смешанной» реорганизации. Так, в пункте 1.3.2 Стандартов размещение ценных бумаг при реорганизации коммерческих организаций может осуществляться путем (в том числе):

- обмена на акции акционерного общества долей участников, присоединяемых к нему товарищества или общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью, паев членов присоединяемого паев членов присоединенного к нему кооператива;

- обмена на акции акционерного общества, созданного в результате слияния, выделения или разделения, долей участников товарищества или общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью, паев членов кооператива, реорганизованных путем такого слияния, выделения или разделения;

- обмена на акции акционерного общества долей участников преобразуемого в него товарищества или общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью, паев членов преобразуемого в него кооператива, акций акционерного общества, преобразуемого в акционерное общество работников (народное предприятие).

Таким образом, в соответствии с вышеупомянутыми стандартами эмиссии участие в реорганизации юридических лиц различных организационно-правовых форм возможно.

⁸¹ ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998г. №14-ФЗ.

⁸² Утверждены Постановлением ФКЦБ от 11 ноября 1998 года N 48.

Проблема ограничения участников реорганизации по кругу лиц часто затрагивается в юридической литературе, тем не менее отдельные правоведы считают, что действующее законодательство не предоставляет возможности проведения смешанной реорганизации (Жданов, 2002, с. 32). Тем не менее признается тот факт, что смешанная реорганизация возможна в силу отсутствия прямого запрета на проведение смешанной формы реорганизации в Гражданском кодексе и в ФЗ «Об акционерных обществах».

Другая точка зрения состоит в том, что реорганизация (за исключением преобразования) может осуществляться лишь в рамках одной организационно-правовой формы (Шапкина, 2001, с.60). Последняя позиция обосновывается ссылкой на статью 104 ГК РФ, согласно которой порядок реорганизации акционерного общества определяется Гражданским кодексом и другими законами, что означает: реорганизация данной организационно-правовой формы юридических лиц в порядке, не предусмотренном Гражданским кодексом или иными законодательными актами, осуществляться не должна. Соответственно положения Стандартов эмиссии, являясь подзаконным ведомственным актом, не должны противоречить федеральным законам и не подлежат применению.

Оба мнения имеют право на существование и являются вполне справедливыми и обоснованными. При этом следует обратить внимание законодателя на названную выше проблему и предложить *внести соответствующие изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах», ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» и Гражданский кодекс РФ, а также привести указанные законодательные акты в соответствие между собой по вопросу о смешанной реорганизации.*

Кроме того, в данном случае немаловажной является проблема отсутствия в действующем законодательстве норм, определяющих четкий порядок проведения «смешанной» реорганизации, как то обмен долей в уставном капитале обществ с ограниченной и дополнительной ответственностью на акции акционерного общества, создаваемого при разделении и наоборот, обмен долей присоединяемого общества с ограниченной или дополнительной ответственностью на акции акционерного общества, к которому производится присоединение и наоборот, обмен долей в уставном капитале обществ с ограниченной и дополнительной ответственностью на акции акционерного общества, создаваемого при выделении и наоборот и др.

Исходя из вышеизложенного, можно предложить *прописать в законодательстве процедуры осуществления «смешанной реорганизации» с целью предотвращения практических проблем, связанных с недостаточным урегулированием указанных процедур в действующем законодательстве РФ.*

3.5.3 Возможность «комбинирования» различных форм реорганизации.

Важное практическое значение имеет также вопрос возможности проведения «комбинированной» реорганизации. К примеру, возможно ли преобразовать общество путем слияния? Проиллюстрировать указанную проблему можно нижеследующим примером из судебной практики.

Общество с ограниченной ответственностью "Торговый дом "Карусель" обратилось в Арбитражный суд с иском о признании недействительным отказа Московской регистрационной палаты (МРП) в государственной регистрации ОАО "Торговый дом "Карусель", создаваемого путем слияния ООО "Торговый дом Карусель", ООО "Мартель" и ИЧП Овчарова "Гоар".

Представитель МРП иск не признал, ссылаясь на нарушение истцом при создании акционерного общества ст. 52 ФЗ "Об обществах с ограниченной ответственностью". Дело неоднократно рассматривалось судами.

Решением Арбитражного суда г. Москвы требование истца удовлетворено, отказ в государственной регистрации акционерного общества признан недействительным.

Решение суда в кассационном порядке было обжаловано Московской регистрационной палатой, которая в кассационной жалобе просила решение суда отменить как постановленное в нарушение ст. ст. 52 и 56 Федерального закона об обществах с ограниченной ответственностью, а также ст. 5 п. 6 ФЗ "О введении в действие ч. 1 ГК РФ".

По мнению ответчика, вышеуказанные нормы Законов не предусматривают одновременного слияния обществ с ограниченной ответственностью и их преобразование в акционерные общества. Такое преобразование, с точки зрения МРП, может быть совершено с соблюдением ряда последовательных действий, предписанных законом.

Кассационная инстанция Федерального арбитражного суда Московского округа пришла к выводу, что решение суда подлежит отмене ввиду неправильного применения судом материального закона с вынесением по делу нового решения, которым в удовлетворении требований ООО "Торговый дом "Карусель" надлежит отказать.

При этом суд кассационной инстанции исходит из следующего:

Как усматривается из материалов дела, образование акционерного общества "Торговый дом "Карусель", в государственной регистрации которого отказано, должно произойти путем слияния 2-х обществ с ограниченной ответственностью (ООО Торговый дом "Карусель" и ООО "Мартель") и ИЧП "Гоар".

Согласно ст. 52 Федерального закона "Об обществах с ограниченной ответственностью" слиянием обществ признается создание нового общества, т.е. в результате слияния может быть создано новое общество той же организационно - правовой формы.

Общество вправе преобразоваться в акционерное общество, общество с дополнительной ответственностью или производственный кооператив.

Преобразование представляет собой изменения организационной формы общества и является самостоятельной формой реорганизации юридического лица и производится это не путем слияния обществ и других субъектов предпринимательской деятельности (ст. 56 названного Закона), в этой связи вывод суда, что преобразование акционерного общества, путем слияния юридических лиц, возможно, противоречит закону. Следовательно, отказывая в государственной регистрации акционерного общества, МРП обоснованно указала на нарушение истцом порядка образования юридического лица. Отказ МРП соответствует требованиям Закона.

Ссылка суда на ст. 8 ФЗ "Об акционерных обществах" неосновательна, поскольку первоначально идет преобразование обществ с ограниченной ответственностью путем слияния и должен применяться Закон "Об обществах с ограниченной ответственностью", который запрещает одновременные действия, связанные с образованием акционерного общества, путем слияния других обществ⁸³.

Указанный пример из судебной практики наглядно показывает позицию судов в отношении указанного вопроса. Вместе с тем, данная позиция не может быть признана однозначно верной.

Во-первых, ФЗ «Об акционерных обществах», также как и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» однозначно не запрещает одновременные действия, связанные с образованием акционерного общества путем слияния других обществ. Вывод о том, что, например, ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» запрещает проведение одновременно слияния и преобразования, можно сделать только из положения пункта 1 статьи 56, в соответствии с которым «общество вправе преобразовываться в акционерное общество, общество с дополнительной ответственностью или производственный кооператив», поскольку в данной норме речь идет об обществе в единичном числе. При этом прямого запрета, как указывает Федеральный Арбитражный Суд Московского округа в решении по вышеуказанному делу в ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью», так же как и в других законодательных актах РФ,Ю не содержится. Соответственно, вполне правомерна и интерпретация на основе принципа «разрешено все, что не запрещено законом».

⁸³ Извлечение из Постановления Федерального Арбитражного Суда Московского Округа по проверке законности и обоснованности решений (определений, постановлений)арбитражных судов, вступивших в законную силу от 26 июля 1999 года. Дело № КА-А40/2256-99.

Кроме того, проведение в описанном выше деле сначала слияния и образования нового общества, а затем преобразование его в акционерное общество противоречит здравому смыслу, поскольку участниками слияния изначально предполагалось совершить действия по слиянию с целью создания именно акционерного общества и проводить реорганизацию дважды в данном случае смысла нет, в связи с тем, что в этом случае участником реорганизации практически придется повторно собирать все документы и проходить достаточно сложную процедуру дважды, что усложнит процесс реорганизации.

Таким образом, в данном случае следует предложить *внести соответствующие изменения в ФЗ «Об акционерных обществах», ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» и Гражданский кодекс РФ и прописать возможность «комбинирования» нескольких форм реорганизации.*

3.5.4. Возможность принудительной реорганизации акционерного общества.

В соответствии со статьей 57 Гражданского кодекса РФ возможна не только добровольная реорганизация, но и принудительная в случаях, установленных законом по решению: 1) уполномоченных государственных органов или 2) по решению суда.

Так, например, возможность принудительной реорганизации юридического лица, в том числе акционерного общества, предусмотрена в статье 19 закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», в соответствии с которой антимонопольный орган вправе выдать предписание о принудительном разделении юридического лица либо выделении из его состава одной или нескольких организаций в случае систематического осуществления указанными организациями, занимающими доминирующее положение на рынке монополистической деятельности.

Некоторыми экспертами справедливо высказывается мнение о необходимости отмены возможности принудительной реорганизации юридического лица по решению государственных органов в целях защиты организации и ее участников от административного произвола со стороны государства⁸⁴.

Кроме того, законом предусмотрена возможность оспаривания решений государственных органов о принудительной реорганизации и, как правило,

⁸⁴ См.: Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002, с. 106.

организации, в отношении которых принято решение о принудительной реорганизации, оспаривают указанное решение. То есть в любом случае вопрос о законности принудительной реорганизации, так или иначе, решается судом. Запрет государственным органам принимать решение о принудительной реорганизации также сократит срок осуществления такой реорганизации.

3.5.5. Защита прав акционеров – владельцев привилегированных акций при проведении реорганизации.

В соответствии с п. 4 статьи 32 ФЗ «Об акционерных обществах» акционеры – владельцы привилегированных акций «участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопроса о реорганизации». При этом общим собранием акционеров принимается решение не только непосредственно по вопросу о реорганизации, но и утверждаются различные документы: договоры о слиянии (присоединении), передаточный акт и разделительный баланс и др.

В данном случае возникает вопрос: вправе ли акционеры – владельцы привилегированных акций голосовать по вопросам об утверждении указанных выше документов. Ведь вопросы об одобрении реорганизации в целом и об утверждении договоров о слиянии, передаточного акта и разделительного баланса и других документов голосуются отдельно.

При буквальном толковании указанной выше нормы, закрепленной в п. 4 ст. 32, однозначно положительного вывода сделать нельзя, поскольку в ней четко сказано, что акционеры – владельцы привилегированных акций имеют право голоса только при решении вопроса о реорганизации. Тем не менее, в документах, утверждаемых при осуществлении реорганизации, могут содержаться положения, ущемляющие права акционеров – владельцев привилегированных акций, поэтому предоставление акционерам – владельцам привилегированных акций права голоса в данном случае является разумным и справедливым. При этом на практике акционеры – владельцы привилегированных акций голосуют при принятии всех указанных решений.

В связи с изложенным *с целью исключения возможности ущемления прав акционеров – владельцев привилегированных акций и неоднозначного толкования п. 4 статьи 32 ФЗ «Об акционерных обществах» следует внести изменения в указанное положение закона, определив, что акционеры – владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам о*

реорганизации общества, в том числе и об утверждении различных документов, связанных с реорганизацией.

3.5.6. Осуществление приобретения акций, в отношении которых акционеры предъявили требование о выкупе.

В действующем законодательстве четко не определено, каким обществом должен осуществляться выкуп акций по требованию акционеров. Из буквального толкования норм ФЗ «Об акционерных обществах» следует, что выкуп осуществляется обществом, выпустившим указанные акции (Жданов, 2002, с. 250). Так, в соответствии с п. 1 ст. 75 закона, акционеры вправе «требовать выкупа обществом акций», согласно п. 3 ст. 75 «выкуп акций обществом осуществляется по цене, определенной советом директоров общества, но не ниже рыночной стоимости» и т.д.

При этом в соответствии с п. 2 Указа Президента РФ «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера» от 18 августа 1996 года № 1210 «при слиянии и присоединении выкуп акций реорганизуемых акционерных обществ у акционеров, предъявивших требования о их выкупе в соответствии со статьей 75 Федерального закона "Об акционерных обществах", осуществляется создаваемым или продолжающим существовать акционерным обществом с учетом ограничений, предусмотренных пунктом 5 статьи 76 указанного Федерального закона, для акций каждого реорганизуемого общества».

Для устранения указанного противоречия следует, *во-первых, внести дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах», уточнив, что акции по требованию акционеров выкупаются именно обществом, их выпустившим, и, во-вторых, исключить из Указа Президента «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера» положение, в соответствии с которым акции по требованию акционеров могут выкупаться создаваемым акционерным обществом.*

3.5.7. Защита прав акционеров при реорганизации в форме разделения и выделения.

В законе «Об акционерных обществах» предусмотрено два средства защиты прав акционеров, голосовавших против или не принимавших участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества в форме выделения или разделения, а именно:

1) В соответствии со статьей 18 ФЗ «Об акционерных обществах» каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества.

Подобная норма закреплена также в статье 19 закона, в соответствии с которой каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате выделения в случае, если решение о реорганизации общества в форме выделения предусматривает конвертацию акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества или распределение акций создаваемого общества среди акционеров реорганизуемого общества.

2) Также, как уже было указано выше, в соответствии со статьей 75 ФЗ «Об акционерных обществах» акционеры – владельцы голосующих акций общества вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случае реорганизации общества, если они голосовали против принятия решения о его реорганизации либо не принимали участия в голосовании по этим вопросам.

При этом право на акции общества, создаваемого в результате реорганизации, является императивным. Общество, если следовать буквальному толкованию положений ст. 18 и 19 закона, обязано предоставить акционеру акции. Но ведь может возникнуть ситуация, когда акционер решил воспользоваться вторым правом – требовать выкупа его акций. Будет ли тогда реализовано его право на акции вновь созданного общества или обществ? По некоторым оценкам, в этом случае общество должно выполнить все действия, связанные с выкупом акций. Одновременно, согласно указанной норме закона, такой акционер должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате реорганизации. Следовательно, в данной ситуации акционер получает и стоимость акций, выкупленных обществом, и акции обществ или общества, создаваемого в результате реорганизации.

То, что акционер согласно буквальному толкования закона вправе воспользоваться указанными выше двумя способами защиты своих прав одновременно,

противоречит здравому смыслу и практике применения закона. Тем не менее, для того, чтобы избежать трудностей с применением указанных выше норм закона, *следует внести соответствующие изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах», определив, что акционер, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации вправе воспользоваться одним из указанных выше способов защиты своих права.*

3.5.8. Регламентация оспаривания реорганизации.

В законодательстве РФ отсутствуют специальные правила оспаривания реорганизации юридических лиц в целом и акционерных обществ в частности. При этом регулирование указанного вопроса является важным, поскольку с вопросом о порядке оспаривания реорганизации связан вопрос о сроке исковой давности, применительно к искам о признании недействительной реорганизации.

Некоторые специалисты полагают, что реорганизация с точки зрения гражданского права может рассматриваться как сделка, поэтому к реорганизации применимы правила Гражданского кодекса РФ о недействительности сделок (см. Степанов, 2001, с. 67-68). В соответствии со статьей 153 Гражданского кодекса РФ под сделками понимаются действия граждан и юридических лиц, направленные на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей. Действительно, реорганизация подпадает под указанное понятие сделки. Тем не менее, в данном случае возникает вопрос: какой является сделка по реорганизации, совершенная с нарушением норм, установленных законом: ничтожной или оспоримой.

В законодательстве нет указания на оспоримость сделок по реорганизации, следовательно, согласно ст. 168 Гражданского кодекса РФ, в соответствии с которой «сделка, не соответствующая требованиям закона или иных правовых актов, ничтожна» сделки по реорганизации, совершенные с нарушением закона являются ничтожными. А в соответствии со статьей 181 Гражданского кодекса РФ иск о применении последствий недействительности ничтожной сделки может быть предъявлен в течение 10 лет со дня, когда началось исполнение. Таким образом, иск о применении последствий недействительности сделки по реорганизации может быть предъявлен в течение 10 лет со дня ее совершения. То, что к сделкам по реорганизации применяется указанный выше срок исковой давности, может привести к нестабильности положения реорганизованных обществ и, как следствие, к переделу собственности.

Следовательно, исходя из вышеизложенного для обеспечения стабильности участников гражданского оборота в целом и участников реорганизации в частности, следует в законодательном порядке отнести сделки по реорганизации к оспоримым⁸⁵.

Также в данном случае следует обратить внимание на еще одну проблему, Часто пороки воли и иные основания недействительности сделок, выявленные со стороны хотя бы одного из участвующих в реорганизации юридических лиц, могут приводить к недействительности реорганизации в отношении всех участвующих в ней юридических лиц (см. Степанов, 2001, с. 67-68). Хотя в соответствии со статьей 180 Гражданского кодекса РФ «недействительность части сделки не влечет недействительности прочих ее частей, если можно предположить, что сделка была бы совершена и без включения недействительной ее части», тем не менее возможно неоднозначное толкование указанной нормы применительно к недействительности реорганизации.

В связи с изложенным необходимо установить в законодательстве специальные правила последствий признания недействительной реорганизации в отношении одного из участвующих в ней лица для всей реорганизации дифференцировано по отношению к различным формам реорганизации. Также необходимо разработать детальные правила для сохранения в силе договора о слиянии или присоединении, если недействительность части сделки позволяют сохранить реорганизацию в целом. В целом отсутствие в законодательстве РФ специальных норм об оспаривании реорганизации обуславливает очевидную необходимость разработки особых законодательных норм о признании реорганизации недействительной и установить основания и порядок признания реорганизации недействительной.

3.5.9. Необходимость законодательной регламентации процедурных вопросов, возникающих при проведении реорганизации.

При проведении преобразования акционерного общества в соответствии со статьей 20 ФЗ «Об акционерных обществах» производится обмен акций общества на вклады участников общества с ограниченной ответственностью или паи членов производственного кооператива. При этом на практике часто возникают трудности, вызванные тем, что в законе отсутствует четкая регламентация порядка осуществления

⁸⁵ Иски о признании оспоримой сделки недействительной и о применении последствий ее недействительности может быть предъявлен в течение года.

такого обмена. В связи с изложенным *необходимо законодательно закрепить процедуру осуществления обмена акций на вклады и паи.*

Также в соответствии с п. 1 ст. 20 ФЗ «Об акционерных обществах» по единогласному решению всех акционеров общество вправе преобразоваться в некоммерческое партнерство. При этом ни в ФЗ «Об акционерных обществах», ни в ФЗ «О некоммерческих организациях» не определена процедура такого преобразования, в связи с чем необходимо *в законодательном порядке регламентировать процедурные вопросы преобразования акционерного общества в некоммерческой партнерство.*

Кроме того, хотя в соответствии с указанным выше п. 1 ст. 20 ФЗ «Об акционерных обществах» акционерное общество может преобразовываться в некоммерческое партнерство, в соответствии с п. 1 ст. 13 ФЗ «О некоммерческих организациях» некоммерческая организация может быть создана только в результате ее учреждения и в результате реорганизации существующей некоммерческой организации. Для того чтобы избежать практических проблем, связанных с регистрацией некоммерческих партнерств, созданных в результате преобразования акционерных обществ в некоммерческие партнерства следует внести соответствующие изменения в п. 1 ст. 13 ФЗ «О некоммерческих партнерствах».

3.5.10. Правовое регулирование раскрытия информации при проведении реорганизации.

В ФЗ «Об акционерных обществах» четко не определено, какая информация должна предоставляться акционеру при проведении реорганизации. К примеру, в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», в перечень информации, подлежащей хранению обществом и предоставлению акционерам, не входят такие документы, как разделительный баланс и передаточный акт, договор о слиянии и присоединении и другие документы, необходимые акционерам для выбора позиции при голосовании по вопросам о реорганизации. Достаточно обширный перечень информации содержится в п. 3.5 Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»⁸⁶.

⁸⁶ Постановление ФКЦБ от 31 мая 2002 г. N 17/пс.

При этом в соответствии с п. 1 ст. 91 ФЗ «Об акционерных обществах» общество обязано обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным в п. 1 статьи 89 закона. Из п. 1 статьи 89 и п. 1 ст. 90 закона следует, что акционерам предоставляются также иные документы, помимо перечисленных в законе, предусмотренные также внутренними документами общества, решениями общего собрания акционеров, уставом общества, решениями совета директоров, органов управления, а также документы, предусмотренные правовыми актам Российской Федерации. Проблема в данном случае состоит в том, что в соответствии с Гражданским кодексом РФ под правовыми актами понимаются только законы, указы Президента и Постановления Правительства. В этой связи возникают сомнения относительно того, относятся ли Постановления ФКЦБ к правовым актам, и являются ли положения указанного Постановления, определяющие перечень информации, обязательной к предоставлению акционерам по вопросу о реорганизации, императивными для общества.

Указанное сомнение может быть устранено путем *внесения изменений в ст. 3 Гражданского кодекса РФ и определения точного понятия термина «правовые акты».*

3.6. Некоторые пробелы в правовом регулировании института дробных акций и возможные пути их устранения.

Одной из новелл, введенных законом «О внесении изменений и дополнений в ФЗ «Об акционерных обществах», является введение нового для российского гражданского и корпоративного права понятия дробных акций. Введение института дробных акций является одной из мер, направленных на защиту прав миноритарных акционеров при проведении консолидации. В соответствии с п. 3 ст. 25 ФЗ «Об акционерных обществах» дробные акции могут появиться в трех случаях:

- при осуществлении преимущественного права на приобретение акций, продаваемых акционером закрытого общества;
- при осуществлении преимущественного права на приобретение дополнительных акций;
- при консолидации акций, когда приобретение акционером целого числа акций невозможно.

В случае, если приобретение акционером целого числа акций в указанных случаях невозможно, могут образовываться части акций (дробные акции). То, что для

российского законодательства институт дробных акций является новым и недостаточно разработанным законодательно, вызвало множество практических проблем, с которыми и связана необходимость изменения и дополнения положений законодательства о дробных акциях.

Прежде всего следует отметить, что с закреплением понятия дробных акций в ФЗ «Об акционерных обществах» вопрос о дробных акциях остался неурегулированным другими законодательными актами, а именно Гражданским кодексом и ФЗ «О рынке ценных бумаг». Хотя указанные законодательные акты являются важнейшими в сфере гражданского и корпоративного права, а также рынка ценных бумаг, ни в одном из них даже не упоминается понятие дробной акции. Например, из того, что в ФЗ «О рынке ценных бумаг» отсутствует понятие дробной акции можно сделать вывод, что дробная акция фактически не является ценной бумагой, что создает дополнительные трудности при реализации положений ФЗ «Об акционерных обществах». Кроме того, возможность существования части ценной бумаги, а именно дробной акции, не предусмотрена Гражданским кодексом в главе «Ценные бумаги», что вызывает сомнения в том, что дробная акция вообще является объектом гражданских прав.

Следовательно, прежде всего необходимо *урегулировать институт дробных акций в Гражданском кодексе и ФЗ «О рынке ценных бумаг».*

Также с введением института дробных акций возникают другие практические трудности, а значит и необходимость дальнейшего совершенствования законодательства в указанной сфере, рассмотрим некоторые из них.

3.6.1. Правовая регламентация прав акционеров - владельцев дробных акций.

В соответствии с тем же п. 3 ст. 25 закона «дробная акция предоставляют акционеру – ее владельцу права, предоставляемые акцией соответствующей категории (типа), в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет». При этом, как справедливо отмечает Г.С. Шапкина, «это можно представить в отношении прав, которые по своему характеру могут быть расчленены, например, право на получение дивидендов. В то же время по отношению к праву на голосование такое расчленение следует считать невозможным. Дробную единичную акцию нельзя применительно к праву на голосование и отнести к числу голосующих (невозможно,

чтобы акционер имел часть голоса, хотя закон не исключает такую возможность), кроме случаев, когда сумма имеющихся у одного лица дробных акций одной категории (типа) позволит образовать из них целую акцию» (Шапкина, 2002, с. 135). Указанное мнение находит законодательное подтверждение также и в статье 59 ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которой «голосование на общем собрании акционеров осуществляется по принципу «одна голосующая акция общества – один голос», за исключением проведения кумулятивного голосования в случае, предусмотренном настоящим Федеральным законом». Таким образом, исходя из приведенного положения закона, можно сделать вывод о неделимости права голоса и невозможности отдавать при голосовании часть голоса.

Также хотелось бы обратить внимание на еще одну проблему, связанную с голосованием дробными акциями: в ФЗ «Об акционерных обществах» в новой редакции не определен порядок кумулятивного голосования дробными акциями. Из положения, закрепленного в п. 2.14. Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров⁸⁷ следует, что при осуществлении кумулятивного голосования все голоса, принадлежащие акционеру-владельцу дробной акции, умножаются на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров. При этом дробная часть голоса, полученная в результате такого умножения, может быть отдана только за одного кандидата.

Если следовать логике вышеуказанного Положения, получается, что в случае, если, например, акционер владеет $\frac{1}{2}$ части акции, а кандидатов в Совет директоров 7 получится, что в соответствии с порядком кумулятивного голосования, установленного ФЗ «Об акционерных обществах» и Положением о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров 7 необходимо умножить на $\frac{1}{2}$. Получится, что нашему акционеру принадлежит 3,5 голоса. В соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» он вправе отдать все голоса или распределить их между двумя и более кандидатами. Таким образом, получается, что акционер в нашем случае имеет право распределить голоса между не более чем 4 кандидатами, следовательно, он лишается возможности распределить голоса между всеми кандидатами в совет директоров, что можно рассматривать как ущемление его права на участие в управлении обществом.

⁸⁷ Утверждено Постановлением ФКЦБ от 31 мая 2002 года №17/пс.

Для того чтобы не происходило нарушения прав акционеров при проведении кумулятивного голосования, следует *определить особый порядок осуществления кумулятивного голосования для акционеров – владельцев дробных акций*. В данном случае, например, можно предложить использовать вариант «дробления голоса». То есть допустить возможность, в соответствии с которой акционер смог бы проголосовать за всех кандидатов, отдав каждому по $1\frac{1}{2}$ голоса⁸⁸.

Исходя из вышеизложенного, можно *предложить в п. 3 ст. 25 ФЗ «Об акционерных обществах» внести соответствующее дополнение, уточнив какие права по целым акциям можно реализовывать также в соответствии с дробными акциями, а какие нет, отдельно прописав возможность голосования дробными акциями*. Кроме того, необходимо внести соответствующие изменения в ст. 59 ФЗ «Об акционерных обществах», прописав порядок голосования (в том числе и кумулятивного голосования) дробными акциями на общих собраниях акционеров. Также следует внести изменения в Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки созыва и проведения общего собрания акционеров, уточнив порядок кумулятивного голосования дробными акциями, а также прописав возможность акционера распределять дробные голоса между кандидатами.

3.6.2. Возможность присуждения дробных акций по искам о возврате пакета акций.

В практике рассмотрения арбитражными судами споров по искам о взыскании акций выявилась целая категория дел, в которых в той или иной мере возникает вопрос о допустимости присуждения части акции (см. Степанов, 2001). Данная проблема возникает при рассмотрении исков о реституции, когда заявляемое одной стороной требование о возврате пакета акций выражается не в конечном количестве акций, а в процентах от общего числа акций. В случае, если такое требование не соответствует целому числу акций (например, заявляется иск о реституции 25 % акций всех выпусков, состоявшихся на момент рассмотрения дела, а уставный капитал акционерного общества разделен на количество акций не кратное 25 или $\frac{1}{4}$, к примеру, 130 акций).

Во всех случаях, когда предъявляется требование о присуждении пакета акций от общего числа акций, если такой пакет не будет соответствовать целому числу акций,

⁸⁸ Указанный вариант предложен в: Ткаченко, 2002.

будет возникать указанный вопрос. Решение подобной проблемы имеет чрезвычайно важное практическое значение, поскольку приобретение или утрата части акции эмитентов, уставный капитал которых разделен на небольшое число акций, может иметь существенное значение. При этом ценность части акции находится в прямой зависимости от ценности отдельной акции выпуска, размера уставного капитала общества, и в обратной зависимости от количества акций, на которое разделен уставный капитал (чем меньше число акций, тем более ценным будет любая часть акции и наоборот).

Одним из выходов в данном случае может быть установление общей долевой собственности на спорную акцию в силу п. 5 ст. 244 Гражданского кодекса РФ, признавая при этом, что подобное решение применительно к указанным выше искам будет выходить за рамки заявляемых исковых требований, чего суд не может делать самостоятельно. Кроме того, установление права общей долевой собственности в данном случае не решает вопроса, а лишь создает новые проблемы. В этом случае истец реально не получит того, что он заявляет в иске, поскольку в будущем он будет лишен возможности распоряжаться частью акции так, как хочет, потому что при общей собственности нет собственности на часть объекта.

Еще с большими трудностями сопряжено осуществление в будущем прав по акции, в отношении которой установлена общая долевая собственность. Так, конфликт интересов сособственников может свести на нет совместное владение и пользование акцией. Кроме того, спор в данном случае фактически не решается, поскольку истец в данном случае получает не то, что заявлял в своих исковых требованиях: акции, а часть в общей долевой собственности. Следовательно, если законодательно закрепить возможность существования дробных акций не только при размещении, но и при обращении на вторичном рынке, каждый раз, когда на одну акцию одновременно притязает два и более лица, указанные выше проблемы получают адекватное правовое решение.

Таким образом, исходя из вышеизложенного и на основании практики применения ФЗ «Об акционерных обществах» можно сделать вывод о необходимости внесения изменений в ФЗ «Об акционерных обществах», а именно, расширить перечень случаев, в которых возможно появление дробных акций, случаями, в которых на одну акцию одновременно притязает два и более лица при обращении акций на вторичном рынке.

3.6.3. Возможность увеличения уставного капитала путем выпуска дополнительных акций в случае, если дробные акции уже есть в реестре акционерного общества.

На практике могут возникнуть случаи, когда (например, в результате реализации акционерами преимущественного права на приобретение размещаемых путем подписки дополнительных акций общества) у акционеров общества образовались дробные акции. Впоследствии общество приняло решение увеличить уставной капитал за счет имущества путем размещения дополнительных акций.

В соответствии с пунктом 5 ст. 28 ФЗ «Об акционерных обществах» «увеличение уставного капитала общества за счет его имущества путем размещения дополнительных акций, в результате которого образуются дробные акции не допускается».

При этом образование указанных дробных акций до принятия решения об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций за счет имущества общества в силу принципа пропорционального распределения дополнительных акций будет означать, что независимо от размера, на который увеличивается уставный капитал общества, на каждую дробную акцию акционер будет получать дополнительную дробную акцию, номинальная стоимость которой будет пропорциональна номинальной стоимости ранее образованной дробной акции, т.е. будет происходить образование дробных акций, что формально не соответствует требованиям указанного выше положения ФЗ «Об акционерных обществах».

Однако при таком подходе осуществление акционерами преимущественного права приобретения акций общества, в результате которого у них образовались дробные акции, сделает невозможным для общества увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций за счет имущества общества, что вряд ли может рассматриваться как справедливое и логичное ограничение как с точки зрения защиты прав акционеров, так и с точки зрения возможных способов увеличения уставного капитала общества 89.

Исходя из вышеизложенного, в данном случае следует внести соответствующие изменения в ФЗ «Об акционерных обществах», дополнив п. 5 ст. 28

⁸⁹ «Акционеров, как класса в классическом понимании у нас нет»: интервью Генерального директора ООО "Профконсалт" Савчука С.П. специальному корреспонденту Ассоциации по защите прав инвесторов, АПИ 26.12.2001, http://www.profconsalt.ru/articles/article_11.html

Закона положением, позволяющим увеличивать уставной капитал акционерного общества за счет его имущества путем размещения дополнительных акций, в результате которого образуются дробные акции в случае, если дробные акции на тот момент уже образованы.

3.6.4. Трудности, связанные с закреплением в уставе общества общего количества акций.

В соответствии со статьей 11 ФЗ «Об акционерных обществах» устав общества, в том числе должен содержать информацию о «количестве, номинальной стоимости, категориях и типах привилегированных акций, размещаемых обществом». Введение института дробных акций может на практике вызывать некоторые затруднения. Для того, чтобы зафиксировать в уставе общества общее количество размещенных акций, все дробные акции должны суммироваться. В этом случае, если в результате образуется дробное число, количество размещенных акций выражается в уставе этим дробным числом. Следовательно, получится, что количество голосов акционеров, закрепленное в уставе и количество голосов фактически, имеющееся у акционеров будет не совпадать (Полыгалова, 2002, с.11).

Для того чтобы исключить данную ситуацию, следует ввести в ФЗ «Об акционерных обществах» положение, в соответствии с которым обязать общество отражать в уставе количество голосов, принадлежащих акционерам.

3.7. Пробелы в правовом регулировании порядка подготовки и проведения общих собраний акционеров и предложения по их устранению.

В настоящее время порядок подготовки и проведения общих собраний акционеров регулируется положениями:

- 1) Гражданского кодекса РФ.
- 2) ФЗ «Об акционерных обществах».
- 3) Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров 90

⁹⁰ Утверждено Постановлением ФКЦБ от 31 мая 2002 года №17/пс.

4) Положения о порядке проведения общего собрания акционеров путем проведения заочного голосования 91.

Основной проблемой при этом является несоответствие, а часто и противоречие положений указанных нормативно-правовых актов.

Во-первых, с соответствии с п. 4.12 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров «полученные обществом бюллетени для голосования, подписанные представителем, действующим на основании доверенности на голосование, признаются недействительными в случае получения обществом или регистратором, выполняющим функции счетной комиссии, извещения о замене (отзыве) этого представителя не позднее, чем за два дня до даты проведения общего собрания». Срок в 2 дня связан с тем, что в соответствии с п. 3 ст. 60 ФЗ «Об акционерных обществах» «при определении кворума и подведении итогов голосования на общем собрании акционеров учитываются голоса, представленные бюллетенями для голосования, полученные обществом не позднее, чем за 2 дня до даты проведения общего собрания акционеров» и, кроме того, в соответствии с пп. 2 п. 1. ст. 58 закона принявшими участие в общем собрании акционеров считаются акционеры бюллетени которых получены за 2 дня до проведения общего собрания акционеров.

Тем не менее, указанная норма положения не соответствует порядку отзыва доверенности, установленному Гражданским кодексом РФ. В соответствии с п. 1 ст. 189 «лицо, выдавшее доверенность и впоследствии отменившее ее, обязано известить об отмене лицо, которому доверенность выдана, также известить известных ему третьих лиц, для представительства перед которыми дана доверенность». При этом в Гражданском кодексе не установлен срок извещения третьих лиц об отмене доверенности.

Таким образом, с целью устранения противоречия между положениями Гражданского кодекса и Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров следует внести изменения в п. 4.12 Положения, указав в нем, что в случае проведения общего собрания акционеров, проводимого в форме совместного присутствия акционеров, акционер вправе отозвать доверенность на участие в указанном собрании до окончания регистрации для участия в нем, даже в случае, если представитель акционера,

⁹¹ Утверждено постановлением ФКЦБ от 20 апреля 1998 г. N 8.

доверенность на участие в собрании которого отзывается, уже проголосовал, направив бюллетень обществу.

Во-вторых, в соответствии с п. 2.8 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров «при выдвижении кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет), коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию (ревизоры) и счетную комиссию общества, а также при выдвижении кандидата на должность единоличного исполнительного органа общества к предложению в повестку дня общего собрания *может прилагаться письменное согласие* выдвижаемого кандидата и сведения о кандидате, подлежащие предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании, при подготовке к проведению общего собрания».

При этом в соответствии с п. 3.3 вышеуказанного положения лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров при подготовке к проведению собрания, повестка дня которого содержит вопрос об избрании членов совета директоров, ревизионной комиссии, коллегиального исполнительного органа управления, образования единоличного исполнительного органа управления и (или) избрании ревизора *обязательно должна быть предоставлена информация о наличии либо отсутствии письменного согласия выдвинутых кандидатов на избрание* в соответствующий орган общества.

Между указанными положениями закона существует противоречие: с одной стороны при выдвижении кандидата в органы управления и контроля общества прилагать к предложению в повестку дня письменное согласие выдвижаемого кандидата не обязательно, а с другой при подготовке к общему собранию акционеров лицам, имеющим право на участие в общем собрании должна предоставляться информация о наличии либо отсутствии согласия кандидатов на избрание в тот или иной орган общества.

Таким образом, *с целью устранения противоречия между нормами, закрепленными в п. 2.8 и п. 3.3 Положения в п. 2.8 следует внести изменения, обязывающие лиц, выдвижающих кандидатов для избрания в органы управления и контроля прилагать к предложению в повестку дня информацию о наличии или отсутствии согласия кандидатов на избрание в орган управления общества.*

Кроме того, практика показала, что часто до подведения итогов голосования на общем собрании акционеров кандидаты отзывают свои кандидатуры. При этом делается это, как правило, уже после того, как часть акционеров уже проголосовала

путем направления бюллетеня до проведения собрания в форме совместного присутствия акционеров, что приводит к тому, что голоса, поданные за кандидатов, отозвавших свои кандидатуры, просто «пропадают».

Введение в положение императивной нормы, обязывающей предоставлять информацию о согласии (отсутствии согласия) кандидата на избрание в соответствующий орган управления общества, позволит также сократить случаи отказа кандидатов от избрания после того, когда «за» них уже проголосовала часть акционеров.

В-третьих, в п. 1 ст. 54 ФЗ «Об акционерных обществах» определен исчерпывающий перечень вопросов, решения по которым обязан принять Совет директоров при подготовке к проведению общего собрания акционеров.

При этом в соответствии с п. 2.10 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров Совет директоров обязан принять решения и по иным вопросам:

- определить тип (типы) привилегированных акций, владельцы которых обладают правом голоса по вопросам повестки дня общего собрания,
- при подготовке к проведению общего собрания в форме собрания, определить время начала регистрации лиц, участвующих в таком общем собрании.

Следовательно, Положением фактически расширена компетенция Совета директоров по вопросу принятия решений в ходе подготовки к проведению общего собрания акционеров, установленная законом. При этом принятие решений по указанным в Положении вопросам на практике относится к компетенции Совета директоров и является немаловажным для надлежащего проведения общего собрания акционеров.

В связи с изложенным предлагается *исключить из Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров п. 2.10, а также внести изменения в п. 1 ст. 54 ФЗ «Об акционерных обществах», дополнив положениями, в соответствии с которыми при подготовке к проведению общего собрания акционеров совет директоров общества также обязан определить тип (типы) привилегированных акций, владельцы которых обладают правом голоса по вопросам повестки дня общего собрания и определить время начала регистрации лиц, участвующих в общем собрании при подготовке к проведению общего собрания в форме собрания.*

В-четвертых, в юридической литературе и на практике часто возникает вопрос: вправе ли акционер, внесший вопрос в повестку дня, отозвать свое предложение и когда он это может сделать. В ФЗ «Об акционерных обществах» указанный вопрос не решен. Следует отметить, что акционера в любом случае нельзя лишить права отозвать внесенное им предложение в повестку дня. При этом в некоторых случаях «несвоевременный» отзыв предложений акционерами может затруднить проведение общего собрания акционеров. Так, например, в случае, если акционер отзовет свой вопрос уже после того, как тексты сообщения о проведении собрания и бюллетени для голосования будут направлены акционерам, акционеры фактически проголосуют по вопросу, «отозванному» акционером. Следовательно, в данном случае фактически будет иметь место изменение повестки дня. А в соответствии с п. 6 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах» общее собрание акционеров не вправе изменять повестку дня. Указанную норму можно растолковать буквально: то есть, общим собранием акционеров не может быть принято решение об изменении повестки дня.

Следовательно, если руководствоваться буквальным толкованием указанной выше нормы закона, закрепленной в п. 6 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах», получится, что акционер, отозвав свой вопрос, вправе вносить такие изменения в повестку дня.

С целью исключения таких ситуаций следует внести изменения в ФЗ «Об акционерных обществах» и *определить порядок отзыва акционером вопросов, внесенных в повестку дня, а также кандидатов, предложенных для избрания в органы управления и контроля общества, в том числе и момент, до которого акционеры вправе отозвать указанные вопросы и кандидатов.*

При этом до того, как в ФЗ «Об акционерных обществах» будет урегулирован указанный вопрос, для решения данной ситуации можно предложить поступить следующим образом: совет директоров вправе в данной ситуации, удовлетворив заявление акционера об отзыве, включить отозванный вопрос в повестку дня общего собрания акционеров по собственной инициативе (см. Савиков, 2001).

В-пятых, важным в данном случае является вопрос об органах, которые вправе принимать решение о проведении внеочередного общего собрания акционеров. В соответствии с п. 1 статьи 55 ФЗ «Об акционерных обществах» внеочередное общее собрание акционеров проводится по решению совета директоров общества.

Тем не менее, как было указано выше, в обществах с числом акционеров менее 50 совет директоров может не избираться, а его функции может осуществлять общее

собрание акционеров. При этом в пп. 2 п. 1 ст. 64 ФЗ «Об акционерных обществах» предусмотрено, что в случае, если в обществе не избирается совет директоров «устав общества должен содержать указание об определенном лице или органе общества, к компетенции которого относится решение вопроса о проведении общего собрания акционеров и об утверждении его повестки дня». В обществе, где не избирается совет директоров, действуют следующие органы управления: общее собрание акционеров, единоличный и (или) коллегиальный исполнительный орган управления (причем на практике в обществах с небольшим числом акционеров коллегиальный орган общества не назначается). Следовательно, в данном случае решение вопроса о проведении внеочередного общего собрания акционеров должно быть отнесено либо к компетенции одного из исполнительных органов общества, либо общего собрания акционеров.

На практике отнесение указанного вопроса к компетенции генерального директора может привести к тому, что он начнет всяческими способами препятствовать проведению общего собрания, на котором будет решаться вопрос о его переизбрании или иные «конфликтные вопросы».

Из вышеупомянутой нормы закона также следует, что решение о проведении внеочередного общего собрания акционеров может приниматься и самим общим собранием (поскольку в обществах, в которых не избирается совет директоров, общее собрание акционеров осуществляет его полномочия). Но в данном случае не понятно, каким образом будет созываться общее собрание акционеров, которое будет принимать решение о созыве другого общего собрания акционеров.

Также решение о созыве внеочередного общего собрания акционеров, как следует из приведенной выше нормы закона, может приниматься неким «лицом» - в данном случае не понятно, какое лицо имеется в виду, поскольку в законе не содержится соответствующих пояснений.

Исходя из вышеизложенного, в ФЗ «Об акционерных обществах» целесообразно подробно *прописать, какой орган уполномочен принимать решение о созыве внеочередного собрания акционеров в случае, если в обществе не избирается совет директоров.*

В-шестых, в соответствии с п. 4 статьи 48 ФЗ «Об акционерных обществах» к компетенции общего собрания акционеров относится определение количественного состава совета директоров. При этом в случае, если количественный состав совета директоров не определен в уставе, он утверждается на том же общем собрании, на

котором одновременно избирается совет директоров. При этом в соответствии с п. 2 ст. 53 ФЗ «Об акционерных обществах» акционер – владелец не менее чем 2% голосующих акций общества, вправе предложить кандидатов для избрания в совет директоров общества, число которых не может превышать количественный состав совета директоров общества. Таким образом, на практике акционер, предлагающий кандидатов для избрания в совет директоров, количественный состав которого предстоит утвердить на общем собрании акционеров, заранее не знает о том, скольких кандидатов он может предложить, в связи с чем в данном случае возможна ситуация, когда он предложит количество кандидатов, превышающее количественный состав совета директоров.

Кроме того, принятие решения о количественном составе совета директоров на общем собрании акционеров создает ситуацию, при которой акционерам, голосующим заочно, к моменту отправки заполненного бюллетеня для голосования неизвестен количественный состав совета директоров. В соответствии с п. 4.17 Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров», если в бюллетене для голосования по вопросу об избрании членов совета директоров общества (за исключением выборов членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, осуществляемого кумулятивным голосованием), вариант голосования "за" оставлен у большего числа кандидатов, чем число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров, бюллетень в части голосования по такому вопросу признается недействительным.

Следовательно, в данном случае следует внести соответствующие изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах» и *установить императивную обязанность акционерных обществ определять количественный состав совета директоров в уставе.*

До того, как будут внесены указанные изменения в закон, можно предложить акционерным обществам определять количественный состав совета директоров в уставе для того, чтобы исключить возможность возникновения указанной выше ситуации.

В-седьмых, следует обратить внимание также на еще одну проблему, возникающую в процессе проведения общего собрания акционеров. В соответствии со статьей 61 ФЗ «Об акционерных обществах» бюллетень для голосования признается недействительным в случае, если он заполнен с нарушением требования закона о том,

что голосующим должен быть оставлен только один из возможных вариантов голосования. Других случаев, в которых бюллетень для голосования признается недействительным в ФЗ «Об акционерных обществах» не предусмотрено.

Другое основание признания бюллетеня для голосования недействительным содержится, как было указано выше, в п. 4.17 Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров», а именно: «Если в бюллетене для голосования по вопросу об избрании членов совета директоров (наблюдательного совета) общества (за исключением выборов членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, осуществляемого кумулятивным голосованием), по вопросу об избрании членов ревизионной комиссии, членов счетной комиссии, членов коллегиального исполнительного органа общества вариант голосования "за" оставлен у большего числа кандидатов, чем число лиц, которые должны быть избраны в соответствующий орган общества, бюллетень в части голосования по такому вопросу признается недействительным». Также в соответствии с п. 4.16 указанного выше Постановления ФКЦБ «если при подсчете голосов будут обнаружены два или более заполненных бюллетеня одного лица, в которых по одному вопросу повестки дня общего собрания голосующим оставлены разные варианты голосования, то в части голосования по такому вопросу все указанные бюллетени признаются недействительными».

Также недействительным является бюллетень, не подписанный лицом, принимающим участие в общем собрании акционеров. Причем это только косвенно следует из нормы закона, в соответствии с которой бюллетень для голосования должен быть обязательно подписан, непосредственно указанное основание для признания бюллетеня недействительным в законе не закреплено, что, несомненно, является пробелом в законе.

В связи с вышеизложенным в данном случае было бы *целесообразно определить все основания для признания бюллетеня недействительным в ФЗ «Об акционерных обществах».*

Кроме того, в законе не определено, кто должен принимать решение о признании бюллетеня недействительными. Указанный вопрос целесообразно урегулировать в ФЗ «Об акционерных обществах», а до внесения изменений в закон следует решить его в уставе общества, отнеся его к компетенции счетной комиссии, которая подводит итоги голосования, а также осуществляет обработку бюллетеней для голосования.

Наконец, в Постановлении ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» содержится новая для российского законодательства об акционерных обществах норма о возможности переноса общего собрания акционеров в случае отсутствия кворума: в соответствии с п. 4.9 указанного Постановления «в случае, если ко времени начала проведения общего собрания нет кворума ни по одному из вопросов, включенных в повестку дня общего собрания, открытие общего собрания переносится на срок, установленный уставом общества или внутренним документом общества, регулирующим деятельность общего собрания, но не более чем на 2 часа. В случае отсутствия в уставе общества или внутреннем документе общества, регулирующем деятельность общего собрания, указания на срок переноса открытия общего собрания, открытие общего собрания переносится на 1 час». Введение указанной нормы является полезным и целесообразным. Вместе с тем, в названном положении закона не указано каким органом должно приниматься решение о переносе общего собрания акционеров.

Указанный вопрос целесообразно урегулировать в названном Постановлении ФКЦБ, а до внесения изменений в него в уставе общества.

В соответствии с п. 3 статьи 58 ФЗ «Об акционерных обществах» при отсутствии кворума для проведения годового общего собрания акционеров должно быть проведено повторное общее собрание акционеров с той же повесткой дня. Также при отсутствии кворума для проведения внеочередного общего собрания акционеров, может быть проведено повторное общее собрание акционеров с той же повесткой дня.

При этом в указанной норме закона не определен предельный срок для проведения повторных общих собраний акционеров, что позволяет совету директоров созывать повторное собрание через большой промежуток времени. *Для исключения злоупотреблений в законе следует установить предельный срок для проведения повторных годового и внеочередного общих собраний акционеров.*

3.8. Некоторые проблемы, возникающие при рассмотрении споров в области корпоративных отношений и возможные пути их решения.

3.8.1. Определение подведомственности споров в области корпоративного управления.

Как известно, проблема определения подведомственности корпоративных споров является одной из наиболее актуальных вплоть до принятия новых процессуальных законов 2002-2003 гг. В качестве примера можно привести одно из дел по иску об обязанности исполнить обязанность по включению в повестку дня годового собрания акционеров вопросов, внесенных акционером.

«ЗАО «Форсейт» обратилось в Арбитражный суд города Москвы с иском к ОАО НПО "Наука" об обязанности ответчика исполнить обязанность в виде включения в повестку дня годового общего собрания вопросы, внесенные в установленном порядке ООО "Промышленные магистрали". В подтверждение права на обращение с иском истец ссылаясь на переход к нему прав акционера ответчика от ООО "Промышленные магистрали" в связи с приобретением акций ответчика и заключением договора об уступке права требования.

Определением суда первой инстанции истцу отказано в принятии искового заявления по основанию, предусмотренному пунктом 1 части 1 статьи 107 АПК РФ в связи с тем, что Федеральным законом "Об акционерных обществах" споры о включении вопросов в повестку дня общего собрания акционеров акционерного общества не отнесены к подведомственности арбитражных судов.

Постановлением суда апелляционной инстанции определение оставлено без изменения.

В кассационной жалобе истец указывает на неправильное применение судами первой и апелляционной инстанций норм процессуального права, просит отменить определение суда первой инстанции и постановление суда апелляционной инстанции и передать дело для рассмотрения в первую инстанцию арбитражного суда.

Рассмотрев кассационную жалобу, суд кассационной инстанции считает, что кассационная жалоба не подлежит удовлетворению.

Суд первой инстанции в качестве мотивов отказа в принятии искового заявления указал, что Федеральным законом "Об акционерных обществах" споры о включении вопросов в повестку дня общего собрания акционеров акционерного общества не отнесены к подведомственности арбитражных судов.

Судом апелляционной инстанции, кроме того, установлено, что в соответствии со статьей 53 Федерального закона "Об акционерных обществах" возможно обжалование отказа во включении вопроса в повестку дня общего собрания акционеров, что истец не имеет такого отказа и не обжалует его.

Учитывая изложенное, суд кассационной инстанции согласился с выводами судов первой и апелляционной инстанций о неподведомственности спора по данному делу арбитражным судам, а также отметил, что, «заявляя такие требования, истец фактически просит арбитражный суд вмешаться в вопросы управления акционерным обществом, что противоречит положениям пункта 1 статьи 1 ГК РФ»⁹².

Также в данном случае интересен и другой пример из судебной практики.

«ОАО "Востсибуголь" обратилось к акционерному обществу открытого типа "Разрез "Тулунский" с иском о признании недействительным собрания акционеров АООТ "Разрез "Тулунский".

⁹²Извлечение из постановления Федерального арбитражного суда Московского округа по проверке законности и обоснованности определения и постановления арбитражных судов, вступивших в законную силу от 21 июня 2001 г. Дело N КГ-А40/3081-01.

Определением Арбитражным судом Иркутской области в принятии искового заявления отказано.

Постановлением апелляционной инстанции определение суда об отказе в принятии искового заявления оставлено без изменения.

Отказывая истцу в принятии искового заявления, арбитражный суд исходил из того, что статьей 22 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации определена подведомственность споров, рассматриваемых арбитражным судом.

Статья 22 Кодекса, как и иные Федеральные законы, не предусматривает возможность рассмотрения арбитражным судом споров о признании недействительными общих собраний акционеров.

Указанные судебные акты были обжалованы в Федеральный суд Восточно-Сибирского округа.

По мнению истца, суд необоснованно отказал ОАО "Востсибуголь" в приеме искового заявления, так как пункт 5 статьи 22 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации предусматривает, что к подведомственности арбитражного суда кроме дел, перечисленных в статье 22 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации, Федеральным законом могут быть отнесены и иные споры.

Так, пунктом 8 статьи 49 Федерального закона "Об акционерных обществах" предусмотрено, что акционер вправе обжаловать в суд решение, принятое общим собранием акционеров.

Из названной правовой нормы истец сделал вывод, что суду также подведомственны споры о признании недействительным собрания акционеров.

Федеральный арбитражный суд Восточно-Сибирского округа пришел к выводу, что обжалуемые судебные акты отмене не подлежат по следующим обстоятельствам.

Статьей 22 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации определены споры, которые подведомственны арбитражному суду.

Пунктом 5 вышеназванной статьи предусмотрено, что Федеральным законом могут быть отнесены к подведомственности арбитражного суда и другие дела.

В ФЗ "Об акционерных обществах" предусмотрено, что решения общего собрания акционеров может быть обжаловано в арбитражный суд.

В настоящем случае заявитель просит "признать недействительным общее собрание акционеров АООТ "Разрез "Тулунский" от 29.12.1997".

При таких условиях оснований для отмены судебных актов по делу N А19-2748/99-23 не имеется»⁹³.

При этом, следует отметить, что в соответствии с Арбитражным процессуальным кодексом от 5 мая 1995 года, применяемом в указанных делах арбитражному суду подведомственны дела по экономическим спорам, вытекающие из

⁹³ Извлечение из Постановления Федерального Арбитражного суда Восточно-Сибирского округа по проверке законности и обоснованности решений (постановлений) арбитражных судов, вступивших в законную силу от 6 июля 1998 г. Дело N А19-2748/98-23-Ф02-741/98-С1

гражданских правоотношений. Тем не менее суд пришел к выводу, что названный спор не является экономическим и не вытекает из гражданских правоотношений.

Хотя указанные выше судебные акты и были приняты до принятия нового Арбитражного процессуального кодекса и Гражданского процессуального кодекса РФ, на их основе можно сделать вывод о подходе судов к решению вопроса о подведомственности корпоративных споров, а именно: если в арбитражном процессуальном кодексе не значится, что к его подведомственности относятся споры по признанию недействительным общего собрания акционеров, следовательно, рассмотрение таких споров в его компетенцию не входит.

На основании норм нового Арбитражного процессуального кодекса также нельзя сделать однозначного вывода о подведомственности всех корпоративных споров арбитражным судам.

С 1 сентября 2002 года вступил в действие новый Арбитражный процессуальный кодекс, а с 1 февраля 2003 года новый Гражданский процессуальный кодекс. Предполагалось, что принятие указанных процессуальных кодексов решит проблему коллизии компетенции арбитражных судов и судов общей юрисдикции в области корпоративных споров. При этом все споры в области корпоративных отношений предполагалось передать на рассмотрение арбитражных судов.

В целом принятие нового Арбитражного процессуального кодекса РФ и Гражданского процессуального кодекса РФ вносит очевидные позитивные моменты, следует оценивать положительно, однако проблема коллизии компетенций в отношении корпоративных споров все же до конца не решена.

Так, в соответствии с пп. 4 п. 1 ст. 33 Арбитражного процессуального кодекса РФ арбитражным судам подведомственны дела «по спорам между акционером и акционерным обществом, вытекающим из деятельности хозяйственных товариществ и обществ, за исключением трудовых споров».

В соответствии же со ст. 22 Гражданского процессуального кодекса РФ суды рассматривают и разрешают иски с участием граждан, организаций, органов государственной власти, органов местного самоуправления о защите нарушенных или оспариваемых прав, свобод и законных интересов, по спорам, возникающим из гражданских, правоотношений. При этом в статье 22 сделана оговорка, о том, что суды рассматривают и разрешают указанные дела, за исключением экономических споров и других дел, отнесенных федеральным конституционным законом и федеральным законом к ведению арбитражных судов.

Из указанных выше норм процессуального законодательства однозначно не следует, что абсолютно все споры в области корпоративного управления подлежат рассмотрению и разрешению арбитражными судами, поскольку под формулировки «споры между акционером и акционерным обществом» можно подвести не все возможные корпоративные иски. Например, не относятся к указанной выше категории дел споры между акционерами акционерного общества.

В связи с изложенным необходимо более четко *определить подведомственность корпоративных споров путем внесения соответствующие изменения в Арбитражный процессуальный кодекс РФ.*

3.8.2. Рассмотрение споров о признании решений общих собраний акционеров недействительными.

Споры о признании решений общих собраний акционеров недействительными являются наиболее многочисленными спорам в области корпоративных отношений, рассматриваемых судами⁹⁴. В связи с этим в правоприменительной практике возникает целый ряд вопросов, связанных с несовершенством законодательства в области корпоративных отношений, что вызывает необходимость устранения пробелов в законодательстве.

В соответствии с п. 7 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах» для признание судом решений общего собрания недействительным необходимо наличие следующих условий:

- 1) Решение принято общим собранием акционеров с нарушением требований ФЗ «Об акционерных обществах», иных правовых актов Российской Федерации, устава общества.
- 2) Акционер - истец не принимал участия в общем собрании акционеров, решения которого он обжалует или голосовал против принятия такого решения.
- 3) Обжалуемым решением нарушены права и законные интересы акционера – истца.

На практике возникает множество трудностей с толкованием указанных условий применения данной нормы закона. Рассмотрим их.

⁹⁴ См.: Радыгин, Энтов, Межеряупс, 2002.

Во-первых, как было отмечено выше, одним из условий признания судом решений общего собрания акционеров недействительным является то, что *решение собрания принято с нарушения требований ФЗ «Об акционерных обществах», иных правовых актов РФ, устава общества.*

Прежде всего, как справедливо отмечает А. Савиков, возникает вопрос, какие именно акты следует понимать под «иными правовыми актами РФ» (Савиков, 2000). В самом ФЗ «Об акционерных обществах» отсутствует толкование названного термина. Как отмечалось выше, в соответствии же со ст. 3 части 1 Гражданского кодекса РФ под правовыми актами следует понимать законы, указы Президента и Постановления Правительства. Однако в ФЗ «Об акционерных обществах» используется более широкое толкование названного выше термина и в состав «правовых актов» включаются также акты, принятые федеральным органом по рынку ценных бумаг. Следовательно, в соответствии с Гражданским кодексом РФ решения общего собрания акционеров могут быть признаны недействительными только в случае противоречия их законам и актам, приняты Президентом и Правительством РФ. С точки зрения же ФЗ «Об акционерных обществах» при нарушении актов, принятых Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг решения общего собрания акционеров также могут быть признаны недействительными в судебном порядке.

Исходя из вышеизложенного, *указанное противоречие между положениями Гражданского кодекса и ФЗ «Об акционерных обществах» должно быть устранено путем внесения соответствующих изменений в Гражданский кодекс РФ и четкой формулировки понятия «правовых актов».*

Кроме того, в соответствии с п. 5 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах» требования к проведению общего собрания акционеров могут быть установлены не только в уставе акционерного общества, но и в иных внутренних документах общества. На практике, чаще всего в уставе закрепляются лишь общие требования к порядку проведения общего собрания акционеров, а процедура подготовки и проведения собрания детальным образом определяется в Положении о порядке подготовки и проведения общего собрания акционеров или ином подобном внутреннем документе общества.

Тем не менее, если в ФЗ «Об акционерных обществах» установлено, что нарушение требований устава в данном случае может повлечь отмену решений общего собрания акционеров, то нарушения положений указанных выше внутренних

документов общества не рассматривается в качестве оснований для отмены решений, принятых общим собранием акционеров.

Следовательно, для устранения указанного внутреннего противоречия в ФЗ «Об акционерных обществах» следует *внести изменение в п. 7 ст. 49 закона, установив, что нарушение положений внутренних документов общества, регулирующих порядок подготовки и проведения общих собраний акционеров также является условием для признания недействительными решений общих собраний акционеров.*

Во-вторых, как уже было отмечено, одним из условий признания решений общего собрания акционеров недействительным является то, что *акционер - истец не принимал участия в общем собрании акционеров, решения которого он обжалует или голосовал против принятия такого решения.*

Тем не менее, в судебной практике есть случаи, когда в ходе судебного разбирательства выясняется, что при проведении собрания были допущены действительно существенные нарушения закона: общее собрание приняло решение по вопросу, не отнесенному законом к его компетенции, или решение было принято при отсутствии кворума. Но, поскольку акционер, оспаривающий указанное решение сам голосовал «за» его принятие, суд не удовлетворяет иск. Некоторые специалисты считают, что в случае допущения указанных нарушений общее собрание акционеров следует оспаривать в суде как несостоявшееся вообще. Ведь получается, что суд, отказывая в иске, признает решение общего собрания акционеров действительным и законным, хотя оно на самом деле таковым не является.

В данной ситуации можно предложить *внести в ФЗ "Об акционерных обществах" положение, в котором определить закрытый перечень нарушений, в случае допущения которых при проведении и подготовке к проведению общего собрания акционеров такое собрание считается несостоявшимся, даже если иск о признании собрания несостоявшимся подается акционером, который голосовал «за» принимаемые таким собранием решения.*

В-третьих, одним из условий признания решения общего собрания акционеров недействительным является *нарушение обжалуемым решением прав и законных интересов акционера – истца.* Как справедливо отмечают некоторые эксперты, формулировку данного условия нельзя признать удачной. Ведь для признания решения общего собрания акционеров недействительным требуется, чтобы одновременно были нарушены и права и законные интересы акционера. При этом если права акционера

четко прописаны в законодательстве, то понятие законного интереса в законодательстве отсутствует.

Для устранения указанного выше пробела в законодательстве следует закрепить в законе понятие «законного интереса». Также указанную проблему отчасти можно решить, заменив выражение «права и законные интересы» на «права и (или) законные интересы» (Савиков, 2000). Тогда акционерам не придется каждый раз доказывать, что принятым решением были нарушены их законные интересы, достаточно лишь доказать, что нарушены их права.

В данном случае следует обратить внимание также на то, что в соответствии с тем же пунктом 8 статьи 49 ФЗ "Об акционерных обществах" суд вправе с учетом всех обстоятельств дела оставить в силе обжалуемое решение общего собрания акционеров в силе при наличии 3-х условий:

1) Голосование данного акционера не могло повлиять на результаты голосования.

2) Нарушения, допущенные при подготовке к проведению и проведении общего собрания акционеров, являются существенными.

3) Решение не повлекло причинения убытков данному акционеру.

Указанное положение ФЗ «Об акционерных обществах» вызывает множество споров среди экспертов в области корпоративного права и вопросов в правоприменительной практике.

Так, как было отмечено выше, одним из условий, при котором суд вправе оставить обжалуемое решение общего собрания в силе, признается то, что *голосование данного акционера не могло повлиять на результаты голосования*.

В данном случае следует отметить, что по нашему мнению пункт 8 статьи 49 ФЗ "Об акционерных обществах" противоречит статье 46 Конституции РФ, в соответствии с которой каждому гарантируется судебная защита его прав и свобод, поскольку лишает миноритарных акционеров права на судебную защиту своих прав и свобод в силу принадлежности им небольшого количества акций акционерных обществ.

Следовательно, в данном случае единственным возможным разрешением указанного противоречия является подача заявления в Конституционный суд РФ о признании вышеуказанного положения ФЗ "Об акционерных обществах" противоречащим Конституции РФ или исключение указанного положения в порядке, предусмотренном для внесения изменений и дополнений в федеральные законы.

Кроме того, одним из условий, при наличии которого суд вправе оставить в силе обжалуемое решение общего собрания акционеров является то, что *нарушения, допущенные при подготовке к проведению и проведении общего собрания акционеров, не являются существенными.*

Как показывает судебная практика, суды неоднозначно подходят к толкованию одних и тех же нарушений, допущенных при проведении и подготовки к проведению общих собраний акционеров. При этом если один состав суда признает указанные нарушения существенными и на основании этого отменяет решения общего собрания акционеров, то другой состав суда может принять противоположное решение.

Выход из сложившейся ситуации один: *внести в ФЗ "Об акционерных обществах" изменения и установить четкий перечень существенных нарушений, допущенных при проведении и подготовки к проведению общего собрания акционеров, которые должны являться основанием для признания судом решений общего собрания акционеров недействительными в любом случае.*

Третьим условием, при наличии которого суд вправе с учетом всех обстоятельств дела оставить обжалуемое решение общего собрания акционеров в силе – если указанное решение не повлекло причинение убытков данному акционеру.

В соответствии с п. 2 ст. 15 Гражданского кодекса РФ под убытками понимаются «расходы, которые лицо, чье право нарушено, произвело или должно будет произвести для восстановления нарушенного права, утрата или повреждение его имущества (реальный ущерб), а также неполученные доходы, которые это лицо получило бы при обычных условиях гражданского оборота, если бы его право не было нарушено (упущенная выгода)». Исходя из специфики предмета регулирования ФЗ «Об акционерных обществах», а также указанного определения убытков, закрепленного в Гражданском кодексе, как правило, принятие общим собранием решения, не соответствующего закону не влечет причинение убытков конкретному акционеру. Конечно, принятие некоторых решений общим собранием акционеров может причинить убытки акционерам. Например, в случае принятия решения о заключении сделки на условиях невыгодных для общества с нарушением требований законодательства принятие такого решения может причинить убытки акционеру, но доказать факт причинения убытков в данном случае очень сложно. Кроме того, в данном случае следует отметить, что, как справедливо отмечает А. Савиков в указанной выше работе, существующая формулировка закона фактически «заставляет суд» во всех делах о признании решения общего собрания недействительным

обязательно обращаться к вопросу о том, причинены ли обжалуемым решением убытки истцу-акционеру.

В связи с изложенным, в данном случае можно предложить *исключить указанное условие, при котором суд вправе оставить обжалуемое решение в силе из п. 7 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах», что упростит процедуру судебного разбирательства.*

3.8.3. Возможность принятия решений о запрете проведения общих собраний акционеров в судебном порядке.

В соответствии с процессуальным законодательством РФ в целях обеспечения иска или имущественных интересов заявителя судами могут быть приняты срочные временные обеспечительные меры. При этом в спорах, связанных с общими собраниями акционеров, часто такими обеспечительными мерами является временный запрет на проведение общего собрания акционеров.

10 октября 2001 года было принято Постановление Верховного суда, в котором, в частности отмечается, что при рассмотрении дел об обжаловании решений органов управления акционерного общества судья или суд не вправе запрещать проведение общего собрания акционеров, поскольку это противоречит статье 31 Конституции Российской Федерации, гарантирующей гражданам Российской Федерации право собираться мирно, без оружия, проводить собрания и демонстрации, шествия и пикетирования, а также нарушает право акционеров, не обжалующих решений органов управления акционерного общества, на участие в общем собрании акционеров, предоставленное им Федеральным законом "Об акционерных обществах". Действительно, в соответствии со п. 3 статьи 17 Конституции РФ осуществление прав и свобод человека и гражданина не должно нарушать права и свободы других лиц.

В данном случае следует также обратиться к статье 45 Конституции РФ, в соответствии с которой в Российской Федерации гарантируется государственная защита прав и свобод человека и гражданина. Кроме того, в этой же статье предусмотрено, что «каждый вправе защищать свои права и свободы всеми способами, не запрещенными законом». При этом, как было указано выше, принятие судом обеспечительных мер как раз и направлено на защиту прав участников процесса. Возможно, в данном случае Верховный суд не вправе ограничить права акционеров на защиту их прав и законных интересов путем принятия судом обеспечительных мер, а

также запрещать судам общей юрисдикции принимать меры в обеспечение иска, поскольку это противоречит Основному Закону Российской Федерации.

Верховный Суд РФ в данном случае также применил ссылку на статью 31 Конституции РФ. В соответствии с указанной статьей "граждане Российской Федерации имеют право собираться мирно, без оружия, проводить собрания, митинги и демонстрации, шествия и пикетирования". Указанное право относится к политическим правам и свободам и является одной из форм участия граждан в управлении делами государства. Это подтверждает и то, что право проводить собрания, митинги, шествия и пикетирования предусмотрено в ФЗ "Об общественных объединениях" от 19.05.1995г. № 82-ФЗ, который регулирует деятельность общественных объединений на территории РФ. В соответствии со статьей 27 ФЗ «Об общественных объединениях» право проводить указанные мероприятия предоставлено общественным объединениям с целью реализации своих целей. Кроме того, в настоящее время действует Указ Президента РФ от 25 мая 1992 года № 524 "О порядке организации и проведении митингов, уличных шествий, демонстраций и пикетирования", который предусматривает проведение данных мероприятий с предварительного уведомления властей.

Следовательно, право граждан проводить собрания в контексте статьи 31 Конституции РФ означает право граждан реализовывать свои политические права и свободы. Проведение же общих собраний акционеров нельзя признать формой реализации гражданами их политических прав и свобод, оно скорее относится к экономическим правам.

Кроме того, общее собрание акционеров является высшим органом управления акционерным обществом, а не реализацией гражданами права «собираться мирно без оружия».

Таким образом, в указанном Постановлении Пленума, по нашему мнению некорректно дана трактовка статьи 31 Конституции РФ. Единственным решением проблемы в данном случае является обращение в Конституционный суд с запросом о толковании статьи 31 Конституции и применении ее к отношениям, возникающим при принятии судами запрета на проведение общих собраний акционеров в качестве меры обеспечения исков.

Кроме того, Постановления Пленума Верховного Суда РФ не являются нормативно-правовыми актами и не подлежат обязательному применению. Указанные Постановления являются рекомендательными актами или актами судебного

толкования, в которых Верховный суд дает свое толкование тех или иных положений законодательства. А в Российской Федерации официальное, то есть обязательное к применению толкование может быть дано только органом, принявшим тот или иной закон. То есть Постановления Пленума Верховного суда не обязательны к применению. Следовательно, и вышеуказанное Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 10 октября 2001 года не обязательно к применению и его положения носят лишь рекомендательный характер.

3.9. Пробелы в правовом регулировании вопроса о преимущественном праве приобретения акций в закрытом акционерном обществе и возможность их устранения

В соответствии с п. 3 ст. 7 ФЗ «Об акционерных обществах» «акционеры закрытого общества пользуются преимущественным правом приобретения акций, продаваемых другими акционерами этого общества, по цене предложения третьему лицу пропорционально количеству акций, принадлежащих каждому из них, если уставом общества не предусмотрен иной порядок осуществления данного права. Уставом закрытого общества может быть предусмотрено преимущественное право приобретения обществом акций, продаваемых его акционерами, если акционеры не использовали свое преимущественное право приобретения акций».

В данном случае при значительном дополнении норм, регулирующих порядок осуществления преимущественного права приобретения акций в закрытом акционерном обществе, по-прежнему остался без ответа вопрос о праве выбора акционером-продавцом покупателя отчуждаемых им акций в рамках самого общества (среди его участников): должен ли в этом случае действовать принцип пропорциональности, дающий право всем акционерам закрытого общества на приобретение соответствующего количества акций, или продавец в таком случае имеет возможность самостоятельно определять покупателя.

Кроме того изменение редакции абз. 4 п. 3. ст. 7, в котором после указания о преимущественном праве акционером закрытого акционерного общества приобретать акции, продаваемые другими акционерами этого общества, слова «по цене предложения другому лицу» заменены словами «по цене предложения третьему лицу» дает основания толковать эту норму таким образом, что преимущественное право действует лишь тогда, когда акционер намерен продать акции постороннему для общества лицу». При таком толковании можно сделать вывод об отсутствии у

акционеров закрытого общества преимущественного права на приобретение акций, продаваемых кем-либо из акционеров другому акционеру данного общества. При таком толковании можно сослаться на то, что персональный состав в данном случае не изменится, поскольку новых участников не появится». Действительно, основной целью законодателя при закреплении преимущественного права являлось, скорее всего, обеспечение права акционеров закрытого общества на сохранение состава участников в случае, если один из акционеров решил выйти из общества и защитить общество от вступления в него «неугодного» акционера.

Тем не менее при продаже пакета одному или нескольким участникам общества (но не всем) изменится соотношение количества акций (их доли в уставном капитале), принадлежащих каждому участнику, а соответственно – и количество принадлежащих им голосов, в чем некоторые акционеры могут быть не заинтересованы (подробно см. Шапкина, 2002).

Указанная выше проблема может быть решена либо путем *внесения соответствующих изменений в ФЗ «Об акционерных обществах»*, либо путем *закрепления соответствующих норм в уставе акционерного общества*.

Другой проблемой в отношении порядка реализации преимущественного права, предусмотренного ст. 7 ФЗ «Об акционерных обществах», является неурегулированность вопроса о том, возможна ли в данном случае реализация преимущественного права в отношении части акций или акционеры должны приобретать только все акции, действуя по принципу «либо все, либо ничего». Иными словами, возможна ли в данном случае ситуация, когда акционеры изъявили желание купить лишь часть акций и что происходит в отношении оставшихся акций, должен ли в отношении этой части акций повторно применяться порядок предложения их акционерам?

Существуют различные мнения по указанному вопросу. Некоторые полагают, что в случае, если акционеры реализуют свое право частично, то есть приобретут лишь часть предложенных им акций, лицо, намеренное продать акции вправе продать их третьему лицу. Продавец не обязан повторно предлагать акции в оставшейся части другим акционерам даже в том случае, если такая обязанность предусмотрена уставом общества⁹⁵. Другими юристами высказываются мнения, что либо акционеры покупают

⁹⁵ Консультация...- Хозяйство и право, 2002, № 8.

все предложенные акции, либо весь пакет продается третьему лицу, поскольку в ином случае будут нарушены права продавца.

Также недостаточно урегулированными остаются вопросы, связанные с приобретением обществом акций, продаваемых акционером в случае, если акционеры не воспользовались своим преимущественным правом.

Во-первых, на практике неоднократно возникал вопрос, какой орган общества вправе реализовывать преимущественное право от имени общества или отказаться от его использования». Действительно, в ФЗ «Об акционерных обществах» указанный вопрос не получил своего решения.

В ФЗ «Об акционерных обществах» закреплён закрытый перечень вопросов, входящих в компетенцию общего собрания акционеров и вышеуказанный вопрос в нее не входит. Компетенция же совета директоров, закреплённая в законе может быть расширена в уставе, в связи с чем вопрос о принятии решения об использовании или отказе от реализации преимущественного права может быть включен в его компетенцию. Диспозитивной является также и норма ФЗ «Об акционерных обществах», определяющая компетенцию исполнительных органов общества, в связи с чем, названный выше вопрос может быть включен и в компетенцию исполнительных органов общества.

Было бы целесообразно не регулировать вопрос о том, к компетенции какого органа управления акционерного общества относится принятие решения о реализации обществом преимущественного права в законе, оставив этот вопрос на усмотрение общества, поскольку в данном случае решение зависит, прежде всего, от количества акционеров общества, от порядка его деятельности и др. Например, если в обществе небольшое число акционеров, то целесообразнее отнести указанный вопрос к компетенции исполнительного органа общества. В тоже время в обществе с числом акционеров около 50, это решение более разумно отнести к компетенции Совета директоров, поскольку именно указанный орган непосредственно избирается акционерами.⁹⁶

Также в нормах ФЗ «Об акционерных обществах», регулирующих преимущественное право отсутствуют указания о распространении преимущественного права на случаи отчуждения акций акционером закрытого акционерного общества путем заключения договора мены.

⁹⁶ Там же.

Было бы целесообразно распространить преимущественное право на указанные случаи, поскольку отчуждение акций путем их обмена акционером закрытого акционерного общества влечет переход акций третьему лицу, так же, как и при купле – продаже. Кроме того, в соответствии с Гражданским кодексом РФ мена представляет собой два встречных договора купли – продажи, поскольку в случае с его заключением «каждая из сторон признается продавцом товара, который она обязуется передать и покупателем товара, который она обязуется принять в обмен»⁹⁷.

Следовательно, в данном случае необходимо внести соответствующие изменения в ст. 7 ФЗ «Об акционерных обществах», закрепив, что преимущественное право приобретения акций распространяется также и на случаи отчуждения акций акционером путем заключения договора мены. До внесения соответствующих изменений в ФЗ «Об акционерных обществах» данный вопрос целесообразно урегулировать в уставе.

3.10. Пробелы в законодательстве, связанные с заключением сделок с заинтересованностью.

В соответствии с требованиями к совершению сделок с заинтересованностью, предусмотренными ФЗ «Об акционерных обществах», для принятия советом директоров или общим собранием акционеров решения об одобрении обществом таких сделок, необходимо, чтобы совет директоров определил рыночную стоимость отчуждаемого имущества. Причем такая стоимость определяется решением членов совета директоров общества, не заинтересованных в совершении сделки, а в обществе с числом акционеров 1000 и более цена имущества определяется независимыми директорами, не заинтересованными в совершении сделки. На практике часто возникает ситуация, когда все члены совета директоров заинтересованы в совершении той или иной сделки. В такой ситуации принять решение об определении рыночной стоимости имущества совет директоров просто не может, поскольку в противоположном случае оно будет незаконным и совершенная сделка может быть признана недействительной в судебном порядке. С другой стороны, решение об определении рыночной стоимости имущества должно быть принято, поскольку, если его непринятие также повлечет риск признания сделки недействительной.

⁹⁷ Ст. 567 части 1 Гражданского кодекса РФ.

Решить указанную проблему можно только путем *внесения изменений в ФЗ «Об акционерных обществах», дополнив его положением, в соответствии с которым в случае, если все члены совета директоров общества являются заинтересованными в совершении сделки, решение об определении рыночной стоимости имущества принимается общим собранием акционеров.*

Также в данном случае следует обратить внимание на вопрос принятия решения советом директоров общества, в случае, если часть членов совета директоров заинтересованы в совершении сделки.

В соответствии со ст. 83 ФЗ «Об акционерных обществах» в обществе с числом акционеров – владельцев голосующих акций 1000 и менее если количество незаинтересованных директоров составляет менее определенного уставом кворума для проведения заседания совета директоров общества, решение по данному вопросу принимается общим собранием акционеров.

В обществе же с числом акционеров – владельцев голосующих акций более 1000 в случае, если все члены совета директоров общества признаются заинтересованными лицами и (или) не являются независимыми директорами, сделка *может быть одобрена решением общего собрания акционеров.*

И, если в ситуации с принятием решения об одобрении сделки с заинтересованностью обществом с числом акционеров 1000 и менее все понятно, то в случае с обществом, в котором число владельцев голосующих акций составляет 1000 и более возникают некоторые вопросы. Во-первых, норма закона сформулирована таким образом, что в случае, если в таком обществе все члены совета директоров заинтересованы в совершении сделки, одобрение такой сделки общим собранием акционеров – это не императивный порядок одобрения сделки, а диспозитивный. То есть в данном случае такая сделка может быть одобрена и решением совета директоров, все члены которого заинтересованы в ее совершении. Кроме того, из в указанной выше норме закона не оговаривается кворум, необходимый для принятия решения о совершении сделки заинтересованностью и из ее содержания можно сделать вывод, что в обществах с числом акционеров 1000 и более, если в составе совета директоров будет только один независимый директор он и будет принимать решение о совершении указанной сделки. Указанные положения закона на практике могут привести к злоупотреблениям в ходе одобрения сделок с заинтересованностью, а именно к выводу активов из компании и, как следствие, к серьезным нарушениям прав акционеров. При этом формально с точки зрения закона все будет абсолютно законно, что исключит

возможность признания судом таких сделок недействительными по искам акционеров общества.

С целью устранения указанных противоречий и предотвращения вывода активов из акционерных обществ с их последующим «перекачиванием» в «карманные фирмы» членов советов директоров следует внести изменение в п. 3 ст.83 ФЗ «Об акционерных обществах» по аналогии с п. 2 ст. 83 закона, то есть определить единый порядок для одобрения сделок с заинтересованностью для всех акционерных обществ.

3.11. Приобретение 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества

В п. 1 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» закреплена обязанность лица, которое приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции *по рыночной цене, но не ниже их средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате приобретения.* В данном случае следует отметить, что средневзвешенную цену акций не всегда возможно определить, поскольку в течение шести месяцев, предшествующих дате приобретения, сделки с акциями и иными ценными бумагами, конвертируемыми в обыкновенные акции, могут не совершаться. Кроме того, может сложиться ситуация, когда цена акций под влиянием различных экономических факторов может оказаться заниженной.

Устранить указанные пробелы можно только путем внесения изменений в ФЗ «Об акционерных обществах», поскольку указанная норма об определении рыночной цены является императивной и не может быть изменена путем закрепления соответствующих положений в уставе общества.

В ФЗ «Об акционерных обществах» предусмотрено, что лицо, приобретшее акции с нарушением требований статьи 80 ФЗ «Об акционерных обществах», вправе голосовать на общем собрании акционеров по акциям, общее количество которых не превышает количества акций, приобретенных им с соблюдением требований статьи 80 закона.

При этом в законе детально не проработан механизм отстранения акционера от голосования частью акций, приобретенных им с нарушением закона. Так, не определено кто вправе «указать» акционеру на то, что он приобрел акции с нарушением закона. В данном случае целесообразно было бы предоставить это право суду, поскольку только суд имеет право лишить акционера прав на голосование и только суд может установить в ходе судебного разбирательства, что акции приобретены с нарушением закона. Также в законе следует прописать, кто в данном случае вправе подавать иски о запрете голосовать акциями, приобретенными с нарушением требований закона.

Данный вопрос целесообразно урегулировать путем внесения соответствующих дополнений в статью 80 ФЗ «Об акционерных обществах».

Кроме того, не определен объем и характер нарушений, влекущих последствия, предусмотренные в п. 6 ст. 80, хотя в данном случае нарушения могут быть как существенными, так и не значительными. То, что в законе нет четкого перечня нарушений, влекущих запрет на голосование акциями, приобретенными с нарушениями закона, может привести к злоупотреблениям, поскольку из буквального толкования указанного положения закона следует, что даже самое незначительное нарушение закона влечет указанные выше последствия.

Указанный пробел в законе целесообразно урегулировать в официальных разъяснениях по вопросу применения п. 6 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» и официальном комментарии к ФЗ «Об акционерных обществах», поскольку установить перечень таких нарушений в законе представляется достаточно проблематичным.

В соответствии с п. 7 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» правила, предусмотренные законом для случаев приобретения 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества распространяются также и на приобретение каждых 5% размещенных обыкновенных акций свыше 30% размещенных обыкновенных акций общества.

Следует отметить, что правила указанные выше распространяются на случаи приобретения акций в обществах, число акционеров которых составляет более 1000. При этом в случае приобретения 30 и более процентов акций общества, а также последующего выкупа акций у акционеров, число участников общества может сократиться и будет составлять менее 1000 акционеров. В законе не содержится ответа на вопрос, распространяется ли действие п. 7 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах»

на такие случаи, и на какой момент в данном случае следует учитывать численный состав акционеров общества.

В данном случае целесообразно внести соответствующие дополнения в п. 7 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» и уточнить на какую дату следует учитывать количественный состав акционеров. До внесения соответствующих дополнений в закон следует дать официальное толкование указанной выше нормы закона.

3.12. Порядок заключения крупных сделок и выкуп акций крупным акционером: пробелы в правовом регулировании.

Согласно п. 1 ст. 78 ФЗ «Об акционерных обществах», к крупным сделкам не относятся сделки, заключаемые в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности общества, независимо от стоимости имущества, приобретаемого или отчуждаемого по таким сделкам. В законе отсутствует толкование термина «обычная хозяйственная деятельность». В соответствии с п. 14 Постановления Пленума Верховного суда РФ и Пленума Высшего Арбитражного суда РФ от 2 апреля 1997 года № 4/8 «О некоторых вопросах применения федерального закона «Об акционерных обществах» к таким сделкам относятся, например, сделки, связанные с приобретением сырья, материалов, реализацией готовой продукции и т.п). Следует отметить, что суды часто неоднозначно подходят к толкованию указанного термина.

Указанная проблема связана также с вопросом о квалификации кредитного договора в качестве крупной сделки. До внесения изменений и дополнений в закон «Об акционерных обществах» возникал вопрос о том, являются ли, в принципе кредитные договоры крупными сделками. В настоящее время в законе кредитные договоры, сумма по которым составляет 25 и более процентов балансовой стоимости активов общества признаются крупными сделками.

13 марта 2002 года было принято Информационное письмо Высшего Арбитражного суда РФ «Обзор практики разрешения споров, связанных с заключением хозяйственными обществами крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность».

В указанном обзоре дано разъяснение в каких случаях кредитный договор может быть признан крупной сделкой. В соответствии с пунктом 1 указанного обзора «кредитный договор может быть признан крупной сделкой, если сумма предоставленного по нему кредита и предусмотренных договором процентов за

пользование кредитом (без учета процентов за просрочку возврата кредита) составляет более 25% балансовой стоимости имущества общества».

В соответствии с п. 5 названного Обзора «к кредитному договору, заключенному хозяйственным обществом в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности, положения законодательства о крупных сделках не применяются независимо от размера полученного по нему кредита». В данном случае также возникает вопрос что же понимать под обычной хозяйственной деятельностью. Понятно, что для банков заключение кредитных договоров является обычной хозяйственной деятельностью. Но остается вопрос: как часто общество должно брать кредиты, чтобы впоследствии суд признал одну из сделок по получению кредита, заключенной в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности.

С целью единообразия применения указанной выше нормы ФЗ «Об акционерных обществах» следует дать *официальный комментарий* понятию «обычной хозяйственной деятельности» и критериям, по которым сделка может признаваться совершенной в процессе обычной хозяйственной деятельности.

В соответствии с пунктом 1 статьи 78 ФЗ «Об акционерных обществах» крупной считается не только одна сделка, но и несколько взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением, отчуждением или возможностью отчуждения обществом прямо или косвенно имущества, стоимость которого составляет 25 и более процентов балансовой стоимости активов общества. При этом в законодательстве отсутствует понятие «взаимосвязанных сделок», в связи с чем на практике возникает вопрос, в каком случае сделки будут считаться взаимосвязанными: в случае, если одинаков их предмет или контрагенты и т.д.? Судебная практика в данном случае противоречива, поскольку в настоящий момент указанная категория является оценочной. В связи с отсутствием легального определения взаимосвязанных сделок на практике никто не застрахован от того, что, несколько сделок будут признаны взаимосвязанными и крупными и, в последствии признанными недействительными в связи с нарушением процедуры их заключения.

Единственным выходом из сложившейся ситуации является *законодательное закрепление понятия взаимосвязанных сделок, а до внесения соответствующих изменений в законодательство определение указанного понятия в официальном толковании.*

3.13. Практические проблемы, связанные с признанием сделок с заинтересованностью и крупных сделок недействительными.

Если до внесения последних изменений и дополнений в ФЗ «Об акционерных обществах» не было четко определено, являются ли крупные сделки, заключенные с нарушением требований закона ничтожными или оспоримыми, то теперь в п. 6 ст. 79 ФЗ «Об акционерных обществах» четко определено, что крупные сделки, совершенные с нарушением требований статьи 79 закона, могут быть признаны недействительными по иску общества или акционера (то есть такие сделки являются оспоримыми). Тем не менее, и указанная выше формулировка закона не решила всех проблем.

Так, в соответствии со статьей 79 закона оспоримыми являются только крупные сделки, совершенные с нарушением требований статьи 79 ФЗ «Об акционерных обществах». При этом в главу X закона, посвященную крупным сделкам входит также статья 80, определяющая порядок приобретения 30 и более процентов обыкновенных акций общества, на основании чего сделки по приобретению указанного количества акций также следует считать крупными. Тем не менее, как уже было указано в статье 79 закона четко определено, что оспоримыми являются только крупные сделки, совершенные с нарушениями исключительно статьи 79. Следовательно, в законе четко не определено, какими следует считать сделки по приобретению 30 и более процентов обыкновенных акций общества: оспоримыми или ничтожными.

Таким образом, с целью устранения указанного выше пробела в законе следует внести изменения в ФЗ «Об акционерных обществах», определив ничтожными или оспоримыми, являются сделки по приобретению 30 и более процентов обыкновенных акций общества с числом акционеров более 1000, совершенные с нарушением требований закона. До внесения изменений в закон, следует считать указанные выше сделки ничтожными, поскольку в соответствии со статьей 168 части 1 Гражданского кодекса РФ, «сделка, не соответствующая требованиям закона или иных правовых актов, ничтожна, если закон не устанавливает, что такая сделка оспорима или не предусматривает иных последствий нарушения».

В соответствии с п. 14 Постановления Пленума Верховного суда РФ и Пленума Высшего Арбитражного суда РФ от 2 апреля 1997 года № 4/8 «О некоторых вопросах применения федерального закона «Об акционерных обществах» (далее – «Постановление») «в случае совершения крупной сделки генеральным директором (директором) акционерного общества или уполномоченным им лицом при отсутствии необходимого решения совета директоров (наблюдательного совета) или общего

собрания акционеров такая сделка является недействительной. Однако она может быть признана судом имеющей юридическую силу и создающей для общества вытекающие из нее права и обязанности, если при рассмотрении спора будет установлено, что в последующем данная сделка была одобрена соответственно советом директоров или общим собранием акционеров».

Из указанного положения Постановления явно следует, что крупные сделки, заключенные с нарушением требований ФЗ «Об акционерных обществах» являются ничтожными.

В связи с внесением изменений в ФЗ «Об акционерных обществах» и отнесением крупных сделок, совершенных с нарушением требований статьи 79 закона к оспоримым и с целью устранения противоречия между соответствующими нормами ФЗ «Об акционерных обществах» и Постановления следует внести соответствующие изменения в п. 14 Постановления и привести его в соответствие с положением п. 6 ФЗ «Об акционерных обществах».

Как было указано выше в п. 14 Постановления Пленумов предусмотрена возможность «исцеления» крупных сделок, совершенных с нарушением требований закона. При этом закону известны и другие случаи, когда допускается исцеление ничтожной сделки по иску заинтересованного лица (Тузов, Кресс, 2001). Так, согласно пункту 1 статьи 165 Гражданского кодекса несоблюдение нотариальной формы сделки влечет ее недействительность, но в силу пункта 2 этой же статьи, если одна из сторон полностью или частично исполнила сделку, требующую нотариального удостоверения, а другая сторона уклоняется от такого удостоверения сделки, суд вправе по требованию исполнившей сделку стороны признать сделку действительной. Возможность «исцеления» ничтожной сделки предусмотрена также и в других случаях: в статьях 171, 172 Гражданского кодекса РФ.

В данном случае следует отметить, что Постановления Пленумов Верховного и Высшего Арбитражного суда не являются нормативно-правовыми актами и положения, закрепленные в них не обязательны к применению, в данном случае они представляют собой лишь акты судебного толкования норм закона. Следовательно, положение, закрепленное в п. 14 указанного Постановления не является обязательным к применению, кроме того, в случае принятия судебного решения об «исцелении» крупной сделки, совершенной с нарушением закона, основанного только на положении Постановления, такой судебный акт может быть признан недействительным, как несоответствующий законодательству.

Исходя из вышеизложенного, *положение об «исцелении» крупной сделки, совершенной с нарушением требований ФЗ «Об акционерных обществах» следует закрепить в законе: либо в Гражданском кодексе, либо в ФЗ «Об акционерных обществах».*

Как уже было отмечено, в ФЗ «Об акционерных обществах» предусмотрено, что сделки с заинтересованностью и крупные сделки, совершенные с нарушением требований, предусмотренных законом являются оспоримыми. Причем в законе установлен четкий перечень лиц, по искам которых указанные сделки могут быть признаны недействительными, это, во-первых само общество и, во-вторых, акционеры общества. В соответствии с указанными положениями закона получается следующая ситуация: в нарушение требований закона генеральный директор принимает решение о заключении крупной сделки или сделки с заинтересованностью самостоятельно, а затем сам (поскольку именно он как единоличный исполнительный орган общества действует от имени общества без доверенности и, в том числе наделен правом подписывать иски и т.д.) подает иск о признании такой сделки недействительной. Это может привести к злоупотреблениям и сделки будут заключаться с намерением признать их затем недействительными в судебном порядке.

Исходя из вышеизложенного, *целесообразно исключить положения о том, что общество может подавать иски о признании недействительными своих сделок из ФЗ «Об акционерных обществах».*

3.14. Проблемы определения рыночной стоимости имущества и пути их разрешения.

В ФЗ «Об акционерных обществах» предусмотрены случаи, когда для заключения некоторых сделок обязательно определение рыночной стоимости имущества.

Вопросы определения рыночной стоимости имущества регулируются в статье 77 ФЗ «Об акционерных обществах». При этом в указанной норме закона четко не определен механизм определения рыночной стоимости имущества, и не дано понятие рыночной стоимости, что на практике может привести к злоупотреблениям. Закреплен лишь порядок принятия решения об определении рыночной стоимости имущества и ценных бумаг и органы, уполномоченные принимать решения об ее определении.

В связи с изложенным в данном случае следует предложить четко определить в законе понятие рыночной стоимости и механизм ее определения.

Как следует из положений ФЗ «Об акционерных обществах», а также из п. 8 Информационного письма Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ ⁹⁸ следует, что в тех случаях, когда сделка по приобретению или отчуждению обществом имущества (связанная с возможностью отчуждения имущества) не относится к крупным, рыночная стоимость отчуждаемого или приобретаемого имущества может определяться генеральным директором общества по соглашению с другой стороной, участвующей в сделке, если необходимость передачи данного вопроса на решение совета директоров или общего собрания акционеров не предусмотрена иными нормами законодательства (например, в связи с заключением сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, - статья 83 Закона об акционерных обществах; при приобретении и выкупе обществом акций у акционеров - статьи 72, 76 того же Закона).

Из указанного разъяснения Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ, а также положений закона следует, что практически в случаях, если сделка с активами общества не превышает 25% их общей балансовой стоимости, то рыночная цена имущества – предмета сделки определяется единоличным исполнительным органом общества. Как отмечают эксперты ⁹⁹ в данном случае «никто не мешает руководителю общества начать распродажу его имущества по «рыночным» ценам. Разумеется, если генеральный директор добросовестно исполняет свои обязанности, то для определения рыночной стоимости имущества – предмета сделки он сам пригласит независимого оценщика. Однако, если перед руководителем стоит другая задача, например, поправить свое финансовое положение, то об оценщике он, разумеется, забудет». Действительно, то, что в законе не дано четкого понятие «рыночной цены», а также то, что генеральный директор уполномочен самостоятельно определять в указанных выше случаях рыночную стоимость имущества может на практике привести к тому, что общество, а, значит и его акционеры понесут убытки. При этом оспорить такую сделку будет достаточно сложно, поскольку все формальные требования закона будут соблюдены.

⁹⁸ Информационное письмо от 13 марта 2001 года № 62.

⁹⁹ Например, М.Г. Ионцев «Акционерные общества. Правовые основы. Имущественные отношения. Управление и контроль. Защита прав акционеров», Ось-89, 2002г., стр. 135

Устранить возможность возникновения данной ситуации можно путем включения в уставы и иные внутренние документы общества положений, ограничивающих полномочия генерального директора на определение рыночной стоимости имущества. В данном случае представляется нецелесообразным *включение соответствующих положений в ФЗ «Об акционерных обществах»*, поскольку, например, если ограничение полномочий генерального директора в указанном выше вопросе целесообразно в крупных акционерных обществах, то в обществах небольшим числом акционеров это может затруднить или даже парализовать деятельность общества, поскольку генеральный директор будет лишен возможности принимать оперативные решения и заключать сделки в сроки, необходимые для нормальной деятельности общества.

В соответствии с п. 3 статьи 77 ФЗ «Об акционерных обществах» в случае, если владельцем более 2% голосующих акций общества являются государство и (или) муниципальное образование, обязательно привлечение государственного финансового контрольного органа. При этом в данном случае возникает вопрос: что же имеется в виду под «привлечением финансового контрольного органа», к чему указанный орган должен привлекаться? Если к определению рыночной стоимости имущества (а в статье 77 идет речь как раз об определении рыночной стоимости имущества), то каким образом и как он может повлиять на ее определение? То, что в указанной норме закона отсутствует толкование термина «привлечение государственного финансового контрольного органа» может на практике привести к злоупотреблениям.

Кроме того, в данном случае, возникает проблема несогласованности указанного положения закона «Об акционерных обществах» с одним из основных начал гражданского законодательства: равенства участников гражданских правоотношений. В данном случае получается, что государству предоставляется режим преференций по отношению к другим акционерам – владельцам 2% акций общества. При этом в соответствии с п. 2 ст. 8 Конституции РФ «в Российской Федерации признаются и защищаются равным образом частная, государственная и муниципальная собственность и иные формы собственности».

Следовательно, права акционера физического или юридического лица – владельца более 2% голосующих акций не могут защищаться в большей степени, чем права государства и (или) муниципального образования, владеющего более 2% голосующих акций общества.

В данном случае, вопрос о соответствии положения, предусмотренного в п. 3 ст. 77 ФЗ «Об акционерных обществах» Конституции РФ может быть разрешен Конституционным судом путем подачи заявления о признании указанной нормы закона не соответствующей Конституции РФ, либо указанное положение может быть исключено из закона в порядке, предусмотренном для внесения изменений и дополнений в федеральные законы.

3.15. Закон «О рынке ценных бумаг»: основные новации и возможные последствия для рынка

Необходимость внесения серьезных изменений в закон «О рынке ценных бумаг», принятый еще в 1996 году, уже давно не вызывала сомнений. Вместе с тем – как и в середине 90-х гг. применительно к самому закону – судьба поправок оказалась отнюдь не легкой. Федеральный закон № 185-ФЗ. «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о внесении дополнения в федеральный закон «О некоммерческих организациях» был принят лишь 28 декабря 2002 года после длительных дискуссий в Государственной Думе и профессиональном сообществе, после первоначального одобрения нижней и верхней палатами Федерального собрания, последующего вето Президента РФ, новых модификаций. Рассмотрим основные изменения, внесенные в закон «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон), и их возможные практические последствия.

1) С внесением изменений и дополнений в Закон были устранены некоторые *противоречия* между указанным законом и другими нормативно-правовыми актами РФ. Так, если в ФЗ «Об акционерных обществах» установлено, что акции общества являются именными ценными бумагами, то Закон в предыдущей редакции предусматривал, что акции могут быть как именными, так и на предъявителя. С внесением изменений указанное противоречие устранено, и Закон приведен в этой части в соответствие с ФЗ «Об акционерных обществах».

В то же время некоторые изменения затрагивает компетенцию Гражданского кодекса и специальных законов, регулирующих деятельность акционерных и других обществ, что неприемлемо с точки зрения законодательной техники. Например, ст. 17 Закона содержит положения о порядке принятия руководящими органами хозяйственного общества решений о выпуске эмиссионных ценных бумаг. Ст. 2 (определение облигации, определение акции как именной ценной бумаги) также

дублирует нормы Гражданского кодекса РФ и закона «Об акционерных обществах». Закон не устраняет и более фундаментальные противоречия, например нормам Гражданского кодекса РФ (в отношении документарных ценных бумаг, понятия «публичное размещение ценных бумаг», займа и залога ценных бумаг и др.).¹⁰⁰

2) Закон вводит понятие *финансового консультанта* на рынке ценных бумаг. Под финансовым консультантом понимается «юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг» (ст. 2). Если ранее привлечение финансовых консультантов при проведении эмиссии ценных бумаг было делом добровольным, то в соответствии с новой редакцией Закона в случае публичного размещения и/или публичного обращения эмиссионных ценных бумаг проспект эмиссии должен быть удостоверен (подписан) в том числе и финансовым консультантом (ст. 22).

Безусловно, данная новация может обеспечить дополнительные гарантии для инвесторов. Тем не менее последствия данного нововведения отнюдь не однозначны. Во-первых, введение требования по обязательному утверждению проспекта эмиссии финансовым консультантом повлечет резкое удорожание услуг финансовых консультантов и самого процесса выпуска эмиссионных ценных бумаг (при неоднократных заявлениях высших чиновников Правительства РФ о необходимости удешевления данного процесса). Во-вторых, возможны различные злоупотребления, связанные с появлением нового рынка профессиональных услуг, который так или иначе будет регулироваться органами власти.

Необходимо также заметить, что в Закон введена норма, в соответствии с которой лица, подписавшие проспект эмиссии при наличии вины несут солидарно друг с другом субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб, причиненный владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной, неполной и/или вводящей в заблуждение информации (п. 3 ст. 22.1). Действительно, введение ответственности за указанные выше действия должно положительно повлиять на состояние рынка ценных бумаг в целом и на защиту прав и законных интересов инвесторов, в частности. Тем не менее могут возникнуть трудности с применением указанной нормы закона, поскольку на практике достаточно сложно будет установить и доказать вину всех лиц, подписавших проспект эмиссии. Не вполне справедливым

¹⁰⁰ См., например: Макеев, Гудков, 2003.

является, по всей видимости, установление во всех случаях солидарной ответственности лиц, подписавших проспект эмиссии за ущерб, причиненный совершением указанных действий. В связи с введением института финансового консультанта на рынке ценных бумаг, а также ответственности за ущерб, причиненный содержанием в проспекте эмиссии недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации, целесообразно, видимо, установить требование об обязательном страховании профессиональной ответственности финансовых консультантов на рынке ценных бумаг.

3) В Законе несколько изменены требования, предъявляемые к *раскрытию информации*:

- право доступа к информации, содержащейся в проспекте эмиссии ценных бумаг, теперь имеют не только «потенциальные владельцы», но и все заинтересованные лица, вне зависимости от цели получения указанной информации (п.1 ст. 23);

- введена дифференциация порядка публикации информации о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в случае открытой и закрытой подписки, что позитивно как для эмитентов. Так и для инвесторов;

- исключено положение, в соответствии с которым регистрация проспекта эмиссии была необходима в случае, когда общий объем эмиссии превышал 50 000 МРОТ (проспект эмиссии должен регистрироваться в двух случаях: при размещении эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки и путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500). Это существенно, так как именно с регистрацией проспекта эмиссии связывается приобретение эмитентом обязанности осуществлять раскрытие информации в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента. В свою очередь, раскрытие информации в форме ежеквартального отчета более актуально для обществ с большим числом акционеров, чем для обществ, объем эмиссии которых превышает 50 000 МРОТ. Тем не менее не ясным остается вопрос, должны ли и в дальнейшем эмитенты, общий объем эмиссии ценных бумаг которых превышал 50 000 МРОТ, но размещение эмиссионных ценных бумаг производилось среди круга лиц, число которых не превышало 500,

раскрывать указанную информацию? Данный вопрос является актуальным для многих компаний, и необходимы разъяснения со стороны ФКЦБ РФ.¹⁰¹

- изменены требования к содержанию ежеквартального отчета эмитента: в соответствии со ст. 30, ежеквартальный отчет эмитента теперь должен содержать информацию, состав и объем которой соответствуют требованиям закона «О рынке ценных бумаг», предъявляемым к проспекту эмиссии ценных бумаг, за исключением информации о порядке и условиях размещения эмиссионных ценных бумаг.

Следует отметить, что с вступлением в силу указанных изменений в закон состав информации, раскрываемой эмитентами в форме ежеквартального отчета, расширится. Например, ранее в ежеквартальном отчете раскрывалась только информация о сделках, совершенных в отчетном квартале, размер которых либо стоимость имущества по которым составляла 10% и более активов эмитента по состоянию на дату сделки. В соответствии Законом, в ежеквартальном отчете будут раскрываться: во-первых, сведения о существенных сделках, размер обязательств по которым составляет не менее 10% балансовой стоимости активов совершенных эмитентом за 5 последних завершенных финансовых лет или за каждый заверченный финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет, и, во-вторых, сведения о совершенных эмитентом сделках, в которых имелась заинтересованность за тот же срок. Поскольку ежеквартальный отчет является существенным источником информации о деятельности компании для акционеров, увеличение требований, предъявляемых к нему, повысит степень информированности о деятельности эмитента, как акционеров, так и профессиональных участников рынка ценных бумаг, что является несомненно позитивным.

4) Закон предусматривает *расширение полномочий* «федерального органа исполнительной власти» (т.е. ФКЦБ). Так, согласно принятому Закону, *правила листинга* (делистинга) ценных бумаг должны соответствовать требованиям

¹⁰¹ Вместе с тем сужение перечня условий, при которых необходима регистрация проспекта ценных бумаг, может иметь и негативные последствия. Для держателей акций может возникнуть дополнительный риск в том случае, если компания с числом акционеров менее 500, враждебно настроенная по отношению к своим акционерам, размещает дополнительную эмиссию. В подобной ситуации государственная регистрация - это важный в информационном и контрольном плане этап для владельцев акций. Однако в Законе заложен риск того, что акционеры узнают об эмиссии уже после регистрации ее итогов, а не на том этапе, когда выпуск еще можно приостановить (оценка Е.Красницкой, «Тройка-Диалог»).

нормативных правовых актов «федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг». При этом в котировальные списки могут включаться только ценные бумаги, соответствующие требованиям законодательства и нормативно-правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.¹⁰² По имеющимся оценкам, реализация указанной нормы приведет к тому, что в котировальные списки будут включены только те ценные бумаги, которые будут соответствовать требованиям ФКЦБ. В настоящее время весьма сложно судить о последствиях введения указанной нормы. Будут ли действительно ущемляться права эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, станет понятно только после установлением федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг требований к листингу (делистингу) ценных бумаг.

Российские эмитенты вправе размещать *ценные бумаги за пределами РФ*, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, только по разрешению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ст. 16). В законе установлен перечень условий, при соблюдении которых такое разрешение должно быть выдано эмитенту, однако процедура выдачи указанного разрешения не детализирована. Исчерпывающий перечень документов, необходимых для выдачи разрешения на размещение указанных выше ценных бумаг за пределами РФ, должен устанавливаться все тем же «федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг». Очевидно, что предоставление ФКЦБ права самостоятельно устанавливать указанный перечень документов может повлечь постоянное и бесконтрольное расширение перечня таких документов, и, как следствие, существенное ограничение прав российских эмитентов по размещению ценных бумаг за пределами РФ.

¹⁰² При этом в экспертном заключении «О поправках в закон «О рынке ценных бумаг» (утверждено Президентом РФ 10 октября 2002 года), в котором раскрывались основания отклонения Президентом РФ первоначальной редакции закона, в качестве одного из оснований отказа указывалось то, что «федеральный закон содержит положения, устанавливающие, что федеральный орган исполнительной власти определяет требования к ценным бумагам, подлежащим обязательному допуску к листингу на фондовом бирже, включению ценных бумаг в соответствующий перечень ценных бумаг и исключению их из такого перечня. Практически речь идет о том, что за федеральным органом исполнительной власти закрепляется функция по отбору эмитентов, ценные бумаги которых могут обращаться на организованном рынке, что ущемляет права как эмитентов, так и профессиональных участников рынка ценных бумаг». См. также сайт «Бюро правовой информации» (<http://www.bpi.ru>).

К ущемлению прав участников рынка ценных бумаг может привести и предоставление Законом (ст. 20 и 25) «федеральному органу исполнительной власти по рынку ценных бумаг» права определять исчерпывающий *перечень документов, необходимых для государственной регистрации* выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, а также устанавливать исчерпывающий перечень документов, подлежащих предоставлению в регистрирующий орган с целью регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Вызывает сомнения и расширение полномочий, связанное с регулированием *маржинальных сделок*. Так, Закон в его первоначальной редакции устанавливал, что перечень ценных бумаг, являющихся предметом маржинальных сделок, должен устанавливаться в соответствии с нормативными правовыми актами «федерального органа исполнительной власти». Как следует из экспертного заключения на указанный закон, утвержденного Президентом РФ, данное положение закона фактически создает возможность для ограничения прав сторон договора на основе акта органа исполнительной власти, что противоречит Конституции РФ и основам гражданского законодательства, закрепленным в Гражданском кодексе РФ. Тем не менее в Законе все же закреплено, что в качестве обеспечения по займам, предоставленным брокером, могут приниматься только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список организаторов торговли.¹⁰³ При этом критерии ликвидности указанных ценных бумаг, минимальный размер скидки, порядок определения рыночной стоимости ценных бумаг, принимаемых брокером в качестве обеспечения, порядок и условия их переоценки, а также требования к срокам, порядку и условиям реализации ценных бумаг, выступающих обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, устанавливаются нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Очевидно, что изменение формулировок не изменяет сути приобретенных полномочий. Как и в случае правил листинга, в настоящее время сложно точно оценить последствия введения указанной нормы. Это можно будет сделать только после принятия ФКЦБ соответствующих актов, устанавливающих порядок определения ликвидности ценных бумаг, предоставленных в обеспечение обязательств клиента и др.

5) Закон вводит понятие «*опциона эмитента*», под которым понимается «именная эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в

¹⁰³ См.: Мязина, 2002.

предусмотренный в ней срок и/ или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента» (ст. 2).

Данная новация также вызывает неоднозначную реакцию в инвестиционном сообществе. Прежде всего следует отметить, что опцион – это не ценная бумага, а производный финансовый инструмент. Действительно, ценной бумагой является не сам «опцион», а опционное свидетельство. Опцион же является не ценной бумагой, а сделкой. Например, в соответствии с Письмом Комиссии по товарным биржам и Государственного комитета по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур (от 30 июля 1996 г. N 16-151/АК) опцион (или опционная сделка) - это документ, определяющий права на получение (передачу) имущества (включая деньги, валютные ценности и ценные бумаги) или информации с условием, что держатель опционного контракта может отказаться от прав по нему в одностороннем порядке. Предметом опциона в разрезе рынка ценных бумаг является будущая передача прав и обязанностей в отношении ценных бумаг. Тот факт, что в Законе в качестве эмиссионной бумаги определен не опцион, а «опцион эмитента», не меняет правовой природы опциона и не трансформирует производный финансовый инструмент в эмиссионную ценную бумагу.

Как известно, определенные правила были установлены еще постановлением ФКЦБ от 9 января 1997 г. («Об опционном свидетельстве, его применении и утверждении стандартов эмиссии опционных свидетельств и их проспектов эмиссии»). Безусловно, законодательное закрепление такого финансового инструмента как опционы является несомненно положительным. Это связано, в частности, с тем, что для 2001-2002 гг. стала характерной разработка опционных программ ряда крупнейших компаний. Предоставление высшим менеджерам компании опционов на приобретение ее акций традиционно считается эффективным инструментом повышения капитализации и их заинтересованности в стратегии развития компании, хотя «дело Enron» внесло ноту пессимизма в общепринятые представления и поставило вопрос об ужесточении соответствующего регулирования. Среди отрицательных последствий распространения опционов прежде всего следует указать искажение финансовой отчетности компаний их менеджментом.

Первый выпуск опционных свидетельств (на акции ОАО «Татнефть») был зарегистрирован в мае 2001 года. В августе 2001 году программу предоставления опционов на покупку акций работникам утвердило правление РАО «Газпром». Совет

директоров нефтяной компании ЮКОС утвердил программу поощрения персонала акционерными опционами и акциями “под условием” в апреле 2001 года. Программа предполагает как использование акционерных опционов, так и безвозмездное получение сотрудниками акций “под условием”. Общее количество акций, которое может быть передано работникам в течение последующих трех лет, не должно превысить 85 млн., или 3,8% от общего числа выпущенных компанией акций. При этом компания не планирует дополнительной эмиссии акций для реализации этой программы. В октябре 2002 года объявлена также долговременная программа «поощрения лучших работников акциями компании» (посредством договора дарения).

Программа опционов для работников (менеджмента дочерних и зависимых обществ) предприятий электроэнергетики была предусмотрена в рамках общего проекта реформирования РАО «ЕЭС России». По схеме, одобренной советом директоров в июне 2002 года, предполагалось, что менеджерам головной компании РАО "ЕЭС России" будет предоставлено право опциона на 1% акций РАО "ЕЭС России", менеджерам АО-энерго в качестве опциона может быть предложено от 0,5% до 5% акций АО-энерго. Вместе с тем общие проблемы реструктуризации РАО, включая взаимоотношения менеджмента и миноритарных акционеров, заметно усложняют перспективы реализации таких схем.

Среди изначально частных компаний близкие программы разрабатываются в компании «Вымпелком» (система участия в прибыли для рядовых работников и система опционов для высших менеджеров). Безусловно, оценка эффективности данных схем в контексте капитализации компаний возможно только по истечении не менее 3-5 лет с момента начала их реализации. В равной степени использование таких схем возможно на определенном уровне зрелости компании. Очевидно, что, помимо мотивов капитализации, возможности использования опционных схем в России открываются в контексте консолидации корпоративного контроля и легализации доходов менеджеров компаний.

Другой проблемой, с которой могут впоследствии столкнуться компании, заключающие опционные сделки и принимающие опционные планы – это недостаточная законодательная регламентация указанного института. Это может привести не только к трудностям в практической реализации указанного выше положения закона, но и к злоупотреблениям в данной сфере. Соответственно, существующие нормы нуждаются в существенной детализации и доработке.

б) Закон вносит изменения в правовой *статус фондовых бирж*. Если ранее фондовая биржа могла создаваться только в форме некоммерческого партнерства, то теперь также и в форме акционерного общества. Необходимость введения указанного положения давно назрела на практике и его принятие следует рассматривать как позитивное. Введение указанной нормы положительно скажется и на либерализации рынка ценных бумаг, поскольку теперь профессиональные участники смогут выбирать, на какой бирже им работать: действующей в форме акционерного общества или некоммерческого партнерства¹⁰⁴.

При этом, согласно изменениям в ФЗ «О некоммерческих организациях», некоммерческое партнерство может преобразовываться в акционерное общество. Соответственно, все фондовые биржи, действующие в форме некоммерческих партнерств, могут при желании быть преобразованы в акционерные общества.

Изменен также перечень видов деятельности, с которыми может совмещаться деятельность фондовой биржи. Если ранее деятельность фондовой биржи могла совмещаться только с депозитарной и клиринговой деятельностью, то с вступлением в силу Закона деятельность фондовой биржи может совмещаться с деятельностью валютной биржи, товарной биржи, клиринговой деятельностью, связанной с осуществлением клиринга по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, деятельностью по распространению информации, издательской деятельностью, а также деятельностью по сдаче имущества в аренду. Внесение указанных изменений в закон является несомненно позитивным, поскольку, ранее юридическому лицу, осуществляющему деятельность фондовой биржи, например, для того, чтобы сдать имущество в аренду или выпустить журнал, связанный с биржевой торговлей, было необходимо создавать отдельную фирму и осуществлять указанную деятельность через нее. Законом установлены требования к деятельности фондовой биржи, в частности требования по утверждению внутренних документов фондовой биржи, требования по обеспечению гласности и публичности проводимых торгов путем оповещения участников торгов о месте и времени проведения торгов, и др., что также является положительным, поскольку ранее указанные вопросы не были урегулированы.

¹⁰⁴ Согласно Закону, участниками торгов на фондовой бирже, созданной в форме некоммерческого партнерства, могут быть только члены фондовой биржи, что некоторым образом затрудняет процедуру доступа на рынок профессиональным участникам. Для участия в торгах фондовой биржи – акционерного общества не обязательно быть акционером указанного общества.

Среди *других новаций* следует отметить такие как:

- уточнение правового положения брокера (легальное определение понятия брокера и порядок осуществления им деятельности);
- законодательное закрепление понятия маржинальной сделки;
- введение нормы об ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг за манипулирование ценами на рынке ценных бумаг (в ст. 51 Закона содержится исчерпывающий перечень случаев, которые можно квалифицировать как действия по манипулированию ценами на рынке ценных бумаг);¹⁰⁵
- изменение понятия облигаций, установление особенности эмиссии и обращения облигаций с обеспечением залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией и др.

Очевидно, что в будущем еще предстоит решать проблемы, связанные с практическим применением норм, установленных законом, и оценивать их воздействие на деятельность участников рынка. Также должно пройти достаточно времени для того, чтобы все иные нормативно-правовые акты, прежде всего акты ФКЦБ, были приведены в соответствие с Законом.

¹⁰⁵ При этом, на практике с привлечением к ответственности за совершение указанного нарушения могут возникнуть некоторые сложности. Например, одним из действий, которое рассматривается в законе, как манипулирование ценами является «совершение сделок с ценными бумагами на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в результате которых не меняется владелец этих ценных бумаг». При этом в законе не определено, какое количество таких сделок должен совершить профессиональный участник рынка ценных бумаг для того, чтобы указанные действия были квалифицированы в качестве манипулирования ценами. Также на практике достаточно сложно будет установить причинно-следственную связь между совершением действий по манипулированию ценами на рынке ценных бумаг и причинением ущерба. Следует отметить, в связи с тем, что указанная норма об ответственности принята недавно, в настоящее время сложно оценить эффективность ее действия.

Заключение

Каковы возможные общие пути совершенствования формирующейся национальной модели корпоративного управления?

Прежде всего следует учитывать *общемировую тенденцию к сближению моделей* корпоративного управления (конвергенция) и формированию общепринятых принципов «корпорации XXI века». В целом можно согласиться с подходом, что ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления. В то же время очевидно, что эффективность функционирования «корпорации XXI века» будет тем выше, чем больше будут учтены принципы национального предпринимательства.

В долгосрочной перспективе России необходимо также двигаться в направлении некой *смешанной модели*, которая с одной стороны будет учитывать баланс интересов всех акционеров и, более широко, «со-участников». В прикладном плане это означает - в данный момент времени - нецелесообразность (невозможность) такого правового оформления «национальной модели» корпоративного управления, которое бы соответствовало тому или иному классическому образцу (которые сами становятся все более размытыми). Фундаментальная задача с точки зрения государства – это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов, прав акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений. Именно в данном контексте корпоративное управление должно рассматриваться как важнейшее институциональное условие экономического роста.

Принципиальным является состояние дел в области *исполнения законодательства*. Хотя и среди стран Запада имеются весомые различия, реформа в данной сфере в России является наиболее актуальной.

Хотя к началу 2000-х гг. правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий,

перспективы улучшения действующих норм достаточно широки. Это касается как основополагающего закона «Об акционерных обществах», так и более специализированных областей: реорганизация, слияния и поглощения, группы компаний, аффилированные лица, бенефициарные владения и ответственность собственников, коллизия “доверительное управление – траст”, инсайдерские сделки, раскрытие информации и отчетность, банкротство, сохраняющиеся объемы участия государства в корпорациях и другие.

Часть указанных проблем так или иначе отражена в проекте Программы социально-экономической политики Правительства РФ на среднесрочную перспективу (2003-2005 годы):

- создание механизмов защиты имущественных прав акционеров при реорганизации и ликвидации организаций;
- повышение ответственности менеджеров при совершении сделок с заинтересованностью;
- повышение ответственности лиц, располагающих инсайдерской информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах или передавших такую информацию для совершения сделок третьим лицам;
- для повышения прозрачности деятельности организаций – расширение состава раскрываемой организациями информации и усиление ответственности за сроки предоставления, качество и достоверность информации;
- в среднесрочной перспективе внедрение высоких стандартов корпоративного управления для крупных АО при снижении нормативных требований к закрытым частным компаниям, не ориентированным на привлечение инвестиций на фондовом рынке (ЗАО и ООО);
- усовершенствование механизмов корпоративных поглощений (покупка крупных пакетов на фондовом рынке);
- меры по оптимизации требований к эмитентам ценных бумаг, устанавливаемых государством, упорядочение и сокращение числа документов для регистрации эмиссионных ценных бумаг (в целях снижения количества корпоративных конфликтов, связанных с владением ценными бумагами и оспариванием их выпусков);
- введение законодательной нормы о том, что после регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг выпуск этих бумаг может быть признан недействительным только по решению суда (основной целью государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг должна стать

защита прав участников фондового рынка и гарантирование прав добросовестных приобретателей);

- ведущая роль в принятии и реализации принципов корпоративного управления саморегулируемых организаций и объединений предприятий.

Очевидно, что указанные меры высоко актуальны. Вместе с тем следует заметить, что проблема дальнейшего развития законодательных норм корпоративного управления нуждается в *комплексном решении*, основанном не только на ужесточении мер ответственности различных хозяйственных субъектов (значимость которых минимизируется системной коррупцией), но прежде всего на понимании реальных механизмов и особенностей функционирования российских корпораций. Несколько принципов должны быть приняты во внимание:

- разный подход к компаниям разного типа и размера (с точки зрения прозрачности, стандартов корпоративного управления и др.);

- отказ от заведомо неэффективного принудительного внедрения стандартов корпоративного управления;

- налоговое поощрение дивидендных выплат (законодательная норма о неизменности низкой/нулевой ставки налога на получаемый в виде дивидендов налог физических лиц в течение 5-7 лет или, что более важно, льгота по налогу на прибыль в части получения дивидендов от владения акциями других предприятий для юридических лиц);¹⁰⁶

- ликвидация внутренних оффшорных зон и введение дискриминационных мер в отношении компаний, зарегистрированных во внешних оффшорах (как минимум, ограничение доли оффшорных компаний в уставных капиталах, прозрачность в отношении конечных бенефициаров и др.);

- разработка законодательства, регулирующего «корпоративные группы» (по аналогии с нормами ряда стран континентальной Европы);

- предоставление государством политических, налоговых и законодательных гарантий от передела собственности в случае перехода компаний к прозрачным структурам собственности.

Важным условием контроля ситуации в сфере корпоративного управления является *надежность регистратора АО*. Хотя во второй половине 90-х гг. «риск регистратора», бывший одним из наиболее серьезных при переделе собственности,

¹⁰⁶ См: Розинский, 2002, с.168-182.

фактически исчез, в начале 2000-х гг. эта проблема стала вновь актуальной. В отличие от прошлых лет, когда основные проблемы были связаны с отсутствием должного регулирования (до принятия закона «О рынке ценных бумаг» и других актов), сегодня основную опасность представляют пристрастные решения менеджеров и судов, влекущие за собой передачу реестра другому регистратору. Существует также ряд примеров изъятия реестра у регистратора судебными приставами по иску миноритарного акционера с последующей «потерей» реестра – фактически единственного документа, подтверждающего права собственности на акции – и его «восстановлением» с новым составом акционеров.

Устранение данного риска возможно лишь посредством комплекса мер. Со стороны акционера, имеющего вес в АО, вполне закономерным может быть требование о переходе АО на обслуживание к крупному депозитарию и имеющему положительную репутацию номинальному держателю, что заметно усложнит незаконное изъятие и манипуляции с реестром. В области права целесообразно:

- открытие данных реестра (за исключением адресов физических лиц) для всех акционеров в силу фактического отсутствия конфиденциальности этих данных;
- детальное законодательное определение круга обязанностей и ответственности реестродержателей, должностных лиц и сотрудников;
- обеспечение прозрачности цепочки номинальных держателей;
- внесение в Уголовный кодекс РФ норм об ответственности за действия реестродержателей и их сотрудников (мошенничество, манипуляции, непредоставление информации, участие в инсайдерских сделках).¹⁰⁷

Дальнейшее совершенствование системы корпоративного управления и корпоративных отношений невозможно без внесения изменений в российское законодательство, регулирующее корпоративные отношения.

В связи с тем, что в России достаточно большой процент составляют акционерные общества с небольшим числом участников, необходимо внесение изменений и дополнений в правовые нормы, регулирующие **правовое положение акционерных обществ с небольшим числом участников**, а именно:

- 1) Необходимо уточнить положение, закрепленное в п. 3 ст. 47 ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которым «положения настоящей главы, определяющие порядок и сроки подготовки, созыва и проведения общего собрания

акционеров, не применяются, за исключением положений, касающихся сроков проведения годового общего собрания акционеров», изложив его в следующей редакции, «акционер владелец всех голосующих акций общества ежегодно в сроки, устанавливаемые уставом общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через 6 месяцев после окончания финансового года обязан принимать решения, отнесенные положениями настоящей главы к компетенции годового общего собрания акционеров. При этом положения настоящей главы, определяющие порядок, сроки подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров не применяются».

2) Внести дополнения в пп. 2 п. 1 ст. 64 ФЗ «Об акционерных обществах», установив, что в обществе, все голосующие акции которого принадлежат одному акционеру, совет директоров не избирается, а решения, отнесенные законом к компетенции совета директоров, принимаются единственным акционером общества и оформляются письменно.

3) Определить в ФЗ «Об акционерных обществах» порядок руководства текущей деятельностью в акционерных обществах, все голосующие акции которых принадлежат одному акционеру, а также порядок назначения исполнительных органов управления. Закрепить в ФЗ «Об акционерных обществах» порядок оформления полномочий исполнительных органов управления в обществах, в которых не избирается совет директоров (наблюдательный совет).

4) Внести изменения в п. 1 ст. 70 ФЗ «Об акционерных обществах», установив, что требование о принятии положения, определяющего порядок деятельности коллегиального органа управления общества, является диспозитивным.

5) Освободить акционерные общества, все голосующие акции которых принадлежат одному акционеру и общества с небольшим числом от обязанности избрания ревизионной комиссии (ревизора) общества путем внесения изменений в статью 85 ФЗ «Об акционерных обществах».

6) В ФЗ «Об акционерных обществах» целесообразно подробно прописать, какой орган уполномочен принимать решение о созыве внеочередного собрания акционеров в случае, если в обществе не избирается совет директоров.

Несмотря на то, что в последнее время в России предпринимаются активные действия, направленные на *совершенствование системы раскрытия информации, а*

¹⁰⁷ См.: Соков, Притыкин, 2002, с. 15-18.

также на повышение информационной прозрачности российских компаний, все же существует необходимость в дальнейшем совершенствовании и изменении законодательства в этой области, а именно:

1) Следует устранить противоречия между нормами ФЗ «Об акционерных обществах», регулирующих доступ акционеров к информации и ст. 67 Гражданского кодекса РФ путем внесения изменений в ст. 67 Гражданского кодекса РФ.

2) Необходимо законодательно закрепить требования к содержанию годового отчета акционерного общества, а также к порядку его утверждения путем внесения соответствующих изменений в ФЗ «Об акционерных обществах».

Также с целью **совершенствования применения норм, регулирующих порядок привлечения к ответственности за нарушения прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг можно предложить:**

1) Дать официальное толкование положениям ст. 71 ФЗ «Об акционерных обществах», разъяснив, в каких случаях вина руководителей будет прямо следовать из решений, принятых ими, либо применить более жесткие меры: установить презумпцию виновности членов коллегиальных органов управления, голосовавших «за» принятие решения, которое и повлекло причинение убытков обществу и руководителя общества, принявшее такое решение.

2) Необходимо установить минимальный объем информации, непредставление которого инвестору влечет привлечения к административной ответственности за нарушение требований законодательства, касающихся предоставления и раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Это может быть сделано либо путем официального толкования ст. 15.19 Кодекса РФ об административных правонарушениях либо путем внесения изменений в указанную статью Кодекса РФ об административных правонарушениях.

3) Установить исчерпывающий перечень нарушений, которые следует квалифицировать в качестве воспрепятствования осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом путем внесения соответствующих дополнений в статью 15.20 Кодекса РФ об административных правонарушениях.

4) Необходимо дать официальное толкование понятия рынка ценных бумаг и содержания определения «законодательство о рынке ценных бумаг» в том числе и с целью надлежащего применения нормы об уголовной ответственности за злостное

уклонение от предоставления инвестору и контролирующему органу информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бумагах.

Также следует внести уточнения в нормы Гражданского кодекса и ФЗ «Об акционерных обществах», касающиеся **изменения типа акционерного общества**, а именно, термин преобразование, используемый в п. 3 ст. 7 ФЗ «Об акционерных обществах» и ст. 97 Гражданского кодекса РФ заменить на «изменение типа общества». Также в ФЗ «Об акционерных обществах» следует прописать процедуру смены типа акционерного общества с открытого на закрытое, и наоборот.

С целью устранения пробелов и противоречий в нормах законодательства, регулирующих **вопросы реорганизации акционерных обществ**, следует:

1) Закрепить легальное понятие реорганизации путем внесения соответствующих дополнений в Гражданский кодекс РФ.

2) Урегулировать возможность, а также процедуры проведения смешанной реорганизации или реорганизации с участием организаций различных организационно-правовых форм путем внесения соответствующих поправок в Гражданский кодекс РФ, ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

3) Обеспечить возможность комбинирования различных форм реорганизации путем внесения соответствующих дополнений в Гражданский кодекс РФ, ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

4) Исключить возможность принудительной реорганизации иначе как по решению суда путем внесения изменений в соответствующие нормативно-правовые акты.

5) С целью предотвращения возможного ущемления прав акционеров – владельцев привилегированных акций и неоднозначного толкования п. 4 статьи 32 ФЗ «Об акционерных обществах» следует внести изменения в указанное положение закона, определив, что акционеры – владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам о реорганизации общества, в том числе и об утверждении различных документов, связанных с реорганизацией.

6) Внести дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах», уточнив, что акции по требованию акционеров выкупаются обществом, их выпустившим, и исключить из Указа Президента «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов

государства как собственника и акционера» положение, в соответствии с которым акции по требованию акционеров могут выкупаться создаваемым акционерным обществом.

7) Для избежания сложностей в применении норм ФЗ «Об акционерных обществах», касающихся защиты прав акционеров при реорганизации, следует внести изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах», определив, что акционер, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации вправе воспользоваться одним из способов защиты своих прав: либо получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества либо потребовать выкупа всех или части своих акций в случае, если он голосовал против принятия решения о его реорганизации либо не принимали участия в голосовании по этому вопросу.

8) Законодательно регламентировать основания и порядок признания реорганизации недействительной.

9) В законодательном порядке регламентировать процедурные вопросы проведения реорганизации.

10) Для того, чтобы избежать практических проблем, связанных с регистрацией некоммерческих партнерств, созданных в результате преобразования акционерных обществ, следует внести изменения в п. 1 ст. 13 ФЗ «О некоммерческих организациях», установив, что некоммерческая организация может быть создана также путем преобразования акционерного общества в некоммерческие партнерства.

11) Уточнить понятие правовых актов, дополнив соответствующим положением Гражданский кодекс РФ.

Одной из новелл ФЗ «Об акционерных обществах» является введение института дробных акций. Поскольку для российского законодательства **институт дробных акций** является новым и недостаточно разработанным законодательно, возникает множество практических проблем, с которыми и связана необходимость изменения и дополнения положений законодательства о дробных акциях:

1) Необходимо урегулировать институт дробных акций в Гражданском кодексе и ФЗ «О рынке ценных бумаг».

2) Внести дополнение в п. 3 ст. 25 ФЗ «Об акционерных обществах», уточнив какие права по целым акциям можно реализовывать также в соответствии с дробными акциями, а какие нет, отдельно прописав возможность голосования дробными акциями. Внести соответствующие изменения в ст. 59 ФЗ «Об акционерных обществах», прописав порядок голосования (в том числе и кумулятивного голосования) дробными акциями на общих собраниях акционеров. Также следует внести изменения в Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки созыва и проведения общего собрания акционеров, уточнив порядок кумулятивного голосования дробными акциями, а также прописав возможность акционера распределять дробные голоса между кандидатами.

3) Расширить перечень случаев, в которых возможно появление дробных акций.

4) Внести изменения в ФЗ «Об акционерных обществах», дополнив п. 5 ст. 28 Закона положением, позволяющим увеличивать уставной капитал акционерного общества за счет его имущества путем размещения дополнительных акций, в результате которого образуются дробные акции в случае, если дробные акции на тот момент уже образованы.

5) Дополнить ФЗ «Об акционерных обществах» положением, обязывающим общество отражать в уставе количество голосов, принадлежащих акционерам.

Также необходимо устранить *пробелы в правовом регулировании порядка подготовки и проведения общих собраний акционеров*, а именно:

1) С целью устранения противоречия между положениями Гражданского кодекса и Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров следует внести изменения в п. 4.12 Положения, указав в нем, что в случае проведения общего собрания акционеров, проводимого в форме совместного присутствия акционеров, акционер вправе отозвать доверенность на участие в указанном собрании до окончания регистрации для участия в нем, даже в случае, если представитель акционера, доверенность на участие в собрании которого отзывается, уже проголосовал, направив бюллетень обществу.

2) В п. 2.8 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров следует внести изменения, обязывающие лиц, выдвигающих кандидатов для избрания в органы управления и контроля прилагать к предложению в повестку дня информацию о наличии или отсутствии согласия кандидатов на избрание в орган управления общества.

3) Исключить из Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров п. 2.10, а также внести изменения в п. 1 ст. 54 ФЗ «Об акционерных обществах», дополнив положениями, в соответствии с которыми при подготовке к проведению общего собрания акционеров совет директоров общества также обязан определить тип (типы) привилегированных акций, владельцы которых обладают правом голоса по вопросам повестки дня общего собрания и определить время начала регистрации лиц, участвующих в общем собрании при подготовке к проведению общего собрания в форме собрания.

4) В ФЗ «Об акционерных обществах» определить порядок отзыва акционерами, вопросов внесенных в повестку дня, а также кандидатов, предложенных для избрания в органы управления и контроля общества, в том числе и момент, до которого акционеры вправе отозвать указанные вопросы и кандидатов.

5) По нашему мнению, целесообразно внести соответствующие изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах» и установить императивную обязанность акционерных обществ определять количественный состав совета директоров в уставе.

6) Установить весь перечень оснований для признания бюллетеня недействительным в ФЗ «Об акционерных обществах», а также установить в законе орган, уполномоченный принимать решение о признании бюллетеня для голосования на общем собрании акционеров недействительным. Указанный вопрос по нашему мнению целесообразно отнести к компетенции счетной комиссии, которая подводит итоги голосования и осуществляет обработку бюллетеней для голосования.

7) Дополнить Постановление ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» положением, устанавливающим орган, уполномоченный принимать решение о переносе общего собрания акционеров.

8) В ФЗ «Об акционерных обществах» следует установить предельный срок для проведения повторных годового и внеочередного общих собраний акционеров.

Также с целью *совершенствования системы рассмотрения споров в области корпоративного управления* можно предложить:

1) Внести изменение в п. 7 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах», установив, что нарушение положений внутренних документов общества, регулирующих порядок

подготовки и проведения общих собраний акционеров, также является условием для признания недействительными решений общих собраний акционеров.

2) Дополнить ФЗ "Об акционерных обществах" положением, в котором определить закрытый перечень нарушений, в случае допущения которых при проведении и подготовке к проведению общего собрания акционеров, такое собрание считается несостоявшимся, даже если иск о признании собрания несостоявшимся подается акционером, который голосовал «за» принимаемые таким собранием решения.

3) Установить четкий перечень существенных нарушений, допущенных при проведении и подготовки к проведению общего собрания акционеров, которые должны являться основанием для признания судом решений общего собрания акционеров недействительными.

4) Исключить из п. 7 ст. 49 ФЗ «Об акционерных обществах» положение, в соответствии с которым суд вправе с учетом всех обстоятельств дела оставить в силе обжалуемое решение, если голосование данного акционера не могло повлиять на результаты голосования.

Также с целью **устранения пробелов в правовом регулировании преимущественного права приобретения акций в закрытом акционерном обществе** необходимо:

1) В ФЗ «Об акционерных обществах» урегулировать вопрос о возможности реализации преимущественного права в отношении части акций.

2) С целью защиты прав акционеров закрытого акционерного общества закрепить в ФЗ «Об акционерных обществах» положение о том, что преимущественное право приобретения акций распространяется также и на случаи отчуждения акций акционером путем заключения договора мены.

Кроме того, по нашему мнению необходимо проведение дальнейшей законодательной работы с целью восполнения пробелов в **правовом регулировании заключения крупных сделок и сделок с заинтересованностью**:

1) По нашему мнению следует внести изменение в п. 3 ст. 83 ФЗ «Об акционерных обществах» по аналогии с п. 2 ст. 83 закона, то есть определить единый порядок для одобрения сделок с заинтересованностью для всех акционерных обществ.

2) Следует прописать в законе механизм отстранения акционера от голосования частью акций, приобретенных им с нарушением ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах», а также определить орган, который вправе «указать» акционеру на то, что он приобрел акции с нарушением закона и не вправе голосовать ими. В данном случае целесообразно было бы предоставить это право суду, поскольку только суд имеет право лишить акционера прав на голосование и только суд может установить в ходе судебного разбирательства, что акции приобретены с нарушением закона. Также в законе следует прописать, кто в данном случае вправе подавать иски о запрете голосовать акциями, приобретенными с нарушением требований закона.

3) В официальных разъяснениях к ФЗ «Об акционерных обществах» определить объем и характер нарушений, влекущих последствия, предусмотренные в п. 6 ст. 80.

4) С целью единообразия применения п. 1 ст. 78 ФЗ «Об акционерных обществах» в соответствии с которым к крупным сделкам не относятся сделки, заключаемые в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности общества, независимо от стоимости имущества, приобретаемого или отчуждаемого по таким сделкам, следует закрепить в законе легальное определение «обычной хозяйственной деятельности» и установить критерии, по которым сделка может признаваться совершенной в процессе обычной хозяйственной деятельности.

5) Законодательно закрепить понятие взаимосвязанных сделок, установив критерии по которым те или иные сделки следует признавать взаимосвязанными.

6) Внести изменения в ФЗ «Об акционерных обществах», определив ничтожными или оспоримыми, являются сделки по приобретению 30 и более процентов обыкновенных акций общества с числом акционеров более 1000, совершенные с нарушением требований закона.

7) Закрепить в законе положение о возможности «исцеления» крупной сделки, совершенной с нарушением требований ФЗ «Об акционерных обществах».

С 1 сентября 2002 года вступил в действие новый Арбитражный процессуальный кодекс, а с 1 февраля 2003 года новый Гражданский процессуальный кодекс. Предполагалось, что принятие указанных процессуальных кодексов решит проблему *коллизии компетенции арбитражных судов и судов общей юрисдикции в области корпоративных споров*. При этом все споры в области корпоративных отношений предполагалось передать на рассмотрение арбитражных судов.

В целом принятие нового Арбитражного процессуального кодекса РФ и Гражданского процессуального кодекса РФ вносит очевидные позитивные моменты, следует оценивать положительно, однако проблема коллизии компетенций в отношении корпоративных споров все же до конца не решена. Как и ранее. Из действующих норм процессуального законодательства однозначно не следует, что абсолютно все споры в области корпоративного управления подлежат рассмотрению и разрешению арбитражными судами, поскольку под формулировки «споры между акционером и акционерным обществом» можно подвести не все возможные корпоративные иски. Например, не относятся к указанной выше категории дел споры между акционерами акционерного общества. В связи с изложенным необходимо более четко *определить подведомственность корпоративных споров путем внесения соответствующие изменения в Арбитражный процессуальный кодекс РФ.*

Положительное влияние на качество корпоративного управления российских компаний может оказать **новая редакция закона «О рынке ценных бумаг»**, вступившая в силу в январе 2003 года. Законом, в частности, устанавливаются новые требования к составу раскрываемой эмитентами информации в форме ежеквартальных отчетов (о финансово-хозяйственной деятельности, лицах, входящих в состав органов управления, об участниках эмитента, сделках, в совершении которых имелась заинтересованность, и др.).

Вместе с тем следует ясно понимать, что в среднесрочной перспективе этот рынок не станет серьезным источником инвестиционных ресурсов предприятий по целому комплексу объективных и субъективных причин. Соответственно, пока не следует переоценивать практическую значимость этого сегмента при выработке социально-экономической стратегии. В дальнейшем, на наш взгляд, в основу государственного регулирования данного сектора должны быть положены идеи либерализация рынка и прозрачности регулятивных норм. Пока же существующая модель регулирования рынка продолжает оставаться административной (разрешительной), тогда как в идеале необходимо сбалансированное сочетание 6 принципов: 1) детальное правовое оформление процедур, связанных с деятельностью эмитентов и профессиональных участников; 2) различные законодательные требования (контроль, прозрачность, гарантии и др.) к процедурам, предназначенным для разного круга экономических агентов (различающихся по профессионализму, клиентской базе, по количеству и др.); 3) априорное предположение о добросовестности намерений участников рынка, соответственно минимизация необходимых согласований и разрешений в

государственных органах в пользу уведомительного подхода (например, при эмиссии акций и облигаций, при получении статуса профессионального участника рынка определенного типа и др.); 4) прозрачность всех процедур, исключающая двойственные толкования и возможность административного отбора части участников рынка для осуществления какой-либо деятельности; 5) двухуровневая система информента при выявлении недобросовестных намерений – третейские суды саморегулируемых организаций (усиление их роли) и государственная судебная система. При этом развитие системы третейских судов означает и частичную «разгрузку» бюджета в части финансирования судебной системы; 6) широкий диапазон санкций (от исключения из саморегулируемой организации и запрета той или иной деятельности до уголовного преследования) за выявленные нарушения.

Библиография

- Аукционек С. (1998) "Эмпирика перехода к рынку: опыт России". "Наука"
- Афанасьев М., П.Кузнецов, А.Фоминых (1997) Корпоративное управление глазами директора (по материалам обследования 1994-1996 гг.) – «Вопросы экономики» №5
- Бурлацкий А., Айбиндер Г., Головнина Г. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании. – Управление компанией, 2003, № 2, с.15-18.
- Гимпельсон В. (1994) Политика российского менеджмента в сфере занятости. – «Мировая экономика и международные отношения» №6
- Долгопятова Т. (1995) «Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение» <<Дело Лтд>>
- Долгопятова Т. (2000) Формирование моделей корпоративного контроля в российской промышленности. - "Экономический журнал Высшей школы экономики", том 4, стр.369-384.
- Жданов Д.В. (2002): Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации. М., Лекс-Книга, 2002.
- Зубакин В. (1994) Вторая экономика – «Вопросы экономики» №11
- Кравченко Н., В. Маркова (1994) Инвестиционная политика предприятий – «ЭКО» №7
- Кузенков А., И. Максимов (1994) Роль приватизации в формировании рыночных структур – «Проблемы прогнозирования» №4
- Макеев А., Гудков Ф. О пороках закона, вносящего изменения в закон «О рынке ценных бумаг». – Рынок ценных бумаг, 2003, № 2, с.47-50.
- Международный опыт реструктуризации банковских систем. 1998. Бюро экономического анализа. «Магистр Лтд».
- Муравьев А., Л. Савулькин (1998) Корпоративное управление и его влияние на поведение приватизированных предприятий – «Вопросы экономики» №7
- Мязина Е. Рынок ценных бумаг снова поправили. - Ведомости, 2002, 2 ноября.
- Олейник О.М., ред. (1999): Предпринимательское (хозяйственное) право. М., Юрист, т. 1.

- Паппэ Я. (2000) "Олигархи" Экономическая хроника 1992-2000. ГУ-ВШЭ. Москва
- Полтерович В. (1993) Экономическая реформа 1992: битва правительства с трудовыми коллективами – «Экономика и математические методы» вып.4
- Полыгалова Н.А. Дробные акции по новому законодательству об акционерных обществах. - Современное право, 2002, № 11.
- Радыгин А. (1998) Институциональные проблемы постприватизационного развития российских корпораций – «Экономика переходного периода»
- Радыгин А. (1998) Российская приватизация как процесс формирования институциональной базы экономических реформ – «Экономика переходного периода», Москва
- Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы. - Вопросы экономики, 2002, № 1, с. 101-124
- Радыгин А., В. Гутник, Г. Мальгинов (1996) Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? – «Вопросы экономики» №12
- Радыгин А., Сидоров И. Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? – В: Вопросы экономики, 2000, № 5, с. 45-61.
- Радыгин А., Энтов Р., Межераупс И. Проблемы правоприменения (инфорсmenta) в сфере защиты прав акционеров. М., ИЭПП, 2002
- Радыгин А., Энтов Р., Турунцева М. и др. Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М., ИЭПП, 2002
- Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М., ИЭПП, 2002
- Розинский И.А. Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике. – В: Предприятия России. Выпуск 1., М., ГУ-ВШЭ, 2002, с.168-182
- Савиков А. (2000): О некоторых проблемах, связанных с признанием решения общего собрания акционеров недействительным. - Хозяйство и право, 2000, № 9.
- Савиков А. (2001): Формирование повестки дня годового общего собрания акционеров. - Хозяйство и право, 2001, № 12.
- Соков И., Притыкин Н. Захват при помощи реестра. – Журнал для акционеров, 2002, № 10, с. 15-18.
- Степанов Д. (2001): Формы реорганизации коммерческих организаций. Вопросы законодательной реформы. – В: Хозяйство и право, 2001, № 3.
- Степанов Д.И. Дробные акции. - ЭЖ-Юрист» 2001, № 32.
- Ткаченко Е. Правовая природа дробных акций. – В: Рынок ценных бумаг», 2002, № 13.
- Тузов Д., Кресс В. (2001): Некоторые проблемы практики применения статьи 168 Гражданского кодекса Российской Федерации арбитражными судами. - Вестник ВАС РФ, 2001, № 10-11.
- Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ) Владение акциями компаний и корпоративное управление в Российской Федерации. Москва Май 1996.
- Шапкина Г.С. (1997): АО меняет образ. Бизнес адвокат, 1997, № 6.
- Шапкина Г.С. (2001): Новое в российском акционерном законодательстве (изменения и дополнения Федерального закона «Об акционерных обществах») – Приложение к журналу «Хозяйство и право», 2001, № 11.
- Шапкина Г.С., ред. (2002): Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» (постатейный). М., «Юстицинформ», 2002.
- Экономика переходного периода. Очерк экономической политики посткоммунистической России» 1991-1997. Рук. Е. Гайдар. М., ИЭПП, 1998.

Agenor P.-R., J. Aizenman (1999) "Financial Sector Inefficiencies and Coordination Failures: Implications for Crisis Management". NBER Working Paper № 7446 Cambridge, Mass.

Aghion P., O. Blanchard (1998) On Privatization Methods in Eastern Europe and Their Implications. – "Economics of Transition" pp. 87-99.

Aghion P., W. Carlin (1997) Restructuring Outcomes and the Evolution of Ownership Patterns in Central and Eastern Europe. "Lessons from the Economic Transition. Central and Eastern Europe in the 1990's" Kluwer Academic Publishers. Dordrecht

Alchian A. (1961) "Some Economics of Property". RAND D-2316 Santa Monica

Aoki M. (1988) "Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy". Cambridge University Press

Aoki M. (1990) Toward an Economic Model of the Japanese Firm. – "Journal of Economic Literature" Vol. 28

Barca F. (1995) "On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agency". Bank of Italy. Rome

Barclay M., C. Holderness (1991) Negotiated Block Trades and Corporate Control. – "Journal of Finance" Vol. 46, pp. 861-878

Baums T. (1994) Corporate Governance in Germany – System and Recent Developments. – "Aspects of Corporate Governance" Ed. M.Isaksson, R.Skog Juristförlaget

Baums T. (1995) Institutionelle Anleger und Publicumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung. – "Die Aktiengesellschaft" SS.97 –112.

Bebchuk L.A. (1999) "A Rent Extraction Theory of Corporate Ownership and Control". NBER Working Paper № 7203. Cambridge, Mass.

Berglöf E. (1998) Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda. – "Economic Policy" pp. 93-123

Berglöf E. (1988) "Owners and Their Control over Corporations: a Comparison of Six Financial Systems". Ministry of Industry. Stockholm

Berglöf E., E.-L. von Thadden (1999) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. - "Annual World Bank Conference on Development Economics 1999" Washington 2000.

Bethel J., J. Liebeskind, T. Opler (1998) Block Purchases and Corporate Performance. – "Journal of Finance" Vol. 53, pp.605-634

Blaine M. (1993) Profitability and Competitiveness: Lessons from Japanese and American Firms in the 1980's. – "California Management Review" pp. 48-74.

Blair M. (1995) "Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty- First Century". Brookings Institution

Blanchard O. (1997) "The Economics of Post – Communist Transition". Oxford University Press

Blanchard O., R. Dornbusch, P. Krugman, P. Layard, L. Summers. (1991) Reform in Eastern Europe. MIT Press

Blejer M., F. Coricelli (1995) "The Making of Economic Reform in Eastern Europe: Conversations with Leading Reformers in Poland, Hungary and the Czech Republic". E.Elgar

Bonin J., D. Jones, L. Putterman (1993) Theoretical and Empirical Studies of Producers Cooperatives: Will Ever the Twain Meet? – "Journal of Economic Literature" pp. 1290-1320.

Boot A., A. Thakor, G. Udell (1991) Credible Commitments, Contract Enforcement Problems and Banks: Intermediation as Credible Insurance. – “Journal of Banking and Finance” pp. 605-632.

Boubakri N., J.-C. Cosset (1998) The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. – “Journal of Finance” pp. 1080-1110.

Boycko M., A. Shleifer, R. Vishny (1995) “Privatizing Russia” MIT Press

Brada J. (1996) Privatization Is Transition – Or Is It? – “Journal of Economic Perspectives” pp. 67-86.

Bradwati J. (1993) “Indian in Transition: Freeing the Economy”. Clarendon Press

Burkart M., D. Gromb, F. Panunzi (1997) Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. – “Quarterly Journal of Economics” pp.693-728

Burkart M., D. Gromb, F. Panunzi (1998) Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders. – “Journal of Political Economy” pp.172-204.

Cable J. (1985) Capital Market information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. – “The Economic Journal” Vol. 95, pp.118-132

Charkham J. (1995) “Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries”. Clarendon Press.

Claessens S, S. Djankov, L. Lang (2000) The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. – “Journal of Financial Economics” Vol.58, pp.81-112

Clarke S. (1996) The Enterprise in the Era of Transition. – “The Russian Enterprise in the Era of Transition. Case Studies” Ed. by S.Clarke. E.Elgar.

Clyde P. (1989) The Institutional Investor and the Theory of Firm. UCLA Los Angeles

Coffee J. (1996) Institutional Investors in Transitional Economics: Lesson from Czech Experience. – in: “Corporate Governance in Central Europe and Russia” Vol.1 Banks, Funds, and Foreign Investors. Ed. by R.Frydman, C.Gray, A.Rapaczynski CEU Press 1996 –1997.

Corsetti G., P. Pesenti, N. Roubini (1999) Paper Tigers? A Model of Asian Crises. – “European Economic Review” Vol. 43, pp. 1211-1236

Dewatripont M., E. Maskin (1995) Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economics. – “Review of Economic Studies”, pp.541-556

Dewatripont M., G. Roland (1993) The Design of Reform Packages under Uncertainty. CEPR Discussion Paper №862 London

Dewatripont M., G. Roland (1997) Transition as a Process of Large Scale Institutional Change. - in: "Advances in Economic Theory" Vol.2 Ed. by D. Kreps, K. Wallis. Cambridge University Press, pp. 240-278

Dewatripont M., J. Tirole (1993) Efficient Government Structure: Implications for Banking Regulation. – “Capital Market and Financial Regulation” Ed. by C.Mayer, X.Vives. Cambridge University Press, pp.12-35

Dewatripont M., J. Tirole (1994) “The Prudential Regulation of Banks” MIT Press.

Dewenter K., V.Warther. (1998) Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and United States Firms. – “Journal of Finance”.

Earle J., A. Telegdy (1998) The Results of “Mass Privatization” in Romania: A First Empirical Study. – “Economics of Transition”, pp.313-332.

Earle J., R. Rose (1996) “Causes and Consequences of Privatization: an Empirical Study of Economic Behavior and Political Attitudes in Russia”. Mimeo.

- Earle J., S. Estrin (1996) Employee Ownership in Transition. – “Corporate Governance...” Vol.1.
- Edwards J., K. Fisher (1994) “Banks, Finance and Investment in West Germany Since 1970”. Cambridge University Press.
- Estrin S., J. Brada, A. Gelb, I. Singh (1995) An Introduction to the Case – Study Project. – “Restructuring and Privatization in Central Eastern Europe. Case studies of Firms in Transition”. Ed. by S. Estrin, J. Brada, A. Gelb, I. Singh. M.E. Sharpe.
- European Corporate Governance Network (1997) The Separation of Ownership and Control. A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission. Brussels.
- Franks J., C. Mayer (1994) “The Ownership and Control of German Corporations”. Manuscript, London Business School.
- Franks J., C. Mayer (1996) “Ownership, Control and the Performance of German Corporations” ESRC Working Paper №102251103.
- Franks J., C. Mayer (1998) “Ownership and Control of German Corporations”. London Business School Working Paper
- Franks J., C. Mayer, L. Renneboog (1997) “The Role of Large Share Stakes in Poorly Performing Companies”. Institute of Finance and Accounting London Business School.
- Frydman R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski (1997) “Private Ownership and Corporate Performance”. Policy Research Working Paper №1830 The World Bank Washington.
- Frydman R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski (2000) The Limits of Discipline. Ownership and Hard Budget Constraints in the Transition Economics. - "Economics of Transition" Vol.8, pp.577-601
- Gershenkron A. (1962) “Economic Backwardness in Historical Perspective”. Harvard University Press
- Gertner R., D. Scharfstein (1994) Internal Versus External Capital Markets. - “Quarterly Journal of Economics”, pp.1211-1230.
- Gilson S. (1990) Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firm Default. – “Journal of Financial Economics”, pp.355-388.
- Gilson S., M. Roe (1993) Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization. – “Yale Law Review”, pp.871-906.
- Glaeser E., S. Johnson, A. Shleifer (2001) Coase Versus the Coasians. - “Quarterly Journal of Economics” Vol. 116, pp.853-899.
- Gorton G., F. Schmid (1996) “Universal Banking and the Performance of German Firms” NBER Working paper №5453 Cambridge, Mass.
- Greif A. (1997) Contracting, Enforcement and Efficiency: Economic beyond Law. - “Annual World Bank Conference on Development Economics. 1996” Washington, pp.239-265.
- Greif A., E. Kandel (1995) Contract Enforcement Institutions: Historical Perspective and Current Status in Russia. – “Economic Transition in Eastern Europe and Russia.: Realities of Reform”. Ed. by E. Lazear. Hoover Institution Press, pp.291-321.
- Grigoriev L., B. Kuznetsov (1998) “Russian Corporate Governance Revisited”. Conference on Corporate Governance in the Former Soviet Union, London.
- Grosfeld I., G. Roland (1995) “Defensive and Strategic Restructuring in Central and Eastern Europe Enterprises”. CEPR Discussion Paper №1135, London.

Grossman S., O. Hart (1980) Takeover Bids, the Free – Rider Problem, and the Theory of Corporation. – “Bell Journal of Economics”, pp.42-64.

Handley K., P. Murrell, R. Ryterman (1998) "Law, Relationships and Private Enforcement: Transactional Strategies of Russian Enterprises". Mimeo.

Harris M., A. Raviv (1990) Capital Structure and the Informational Role of Debt. – “Journal of Finance”, pp. 321-350.

Healey P., K. Palepu, R. Ruback (1990) “Does Corporate Governance Improve After Mergers?” NBER Working Paper №3348 Cambridge, Mass.

Holmström B., J. Tirole (1993) Market Liquidity and Performance Monitoring “Journal of Political Economy”, pp.678-709.

Horner M. (1988) The Value of the Corporate Voting Right. – “Journal of Banking and Finance”, pp.69-83

Hoshi T., A. Kashyap, D. Scharfstein (1990a) The Role of the Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan.- “Journal of Financial Economics”, pp.67-88.

Hoshi T., A. Kashyap, D. Scharfstein (1990b) Bank Monitoring and Investment. – “Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment” ed. by G.Hubbard, University Press of Chicago.

Hoshi T., A. Kashyap, D. Scharfstein (1991) Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. – “Quarterly Journal of Economics”, pp.33-60

Jacobson R., D. Aaker (1993) Myopic Management Behavior with Efficient but Imperfect Financial Markets. A Comparison of Information Asymmetries in the U.S. and Japan. - <<Journal of Accounting and Economics>>, pp. 383-405

Jensen M. (1984) Takeovers: Folklore and Science. <<Harvard Business Review>>, pp.109-121

Jensen M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. - <<American Economic Review>>, pp.323-329

Jensen M. (1988) Takeovers: Their Causes and Consequences. - <<Journal of Economic Perspective>>, pp.21-48

Jensen M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. - <<Journal of Finance>>, pp.831-880

Johnson S., D. Kaufman, A. Shleifer (1997) The Unofficial Economy in Transition. - <<Brookings Papers on Economic Activity>>, pp.159-221

Johnson S., P. Boone, A. Breach, E. Friedman (2000) Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. – “Journal of Financial Economics” Vol.58, pp.141-186

Johnson S., R. La Porta, F. Lopes de Silanes, A. Shleifer (2000) Tunnelling. - "American Economic Review" Vol. 90, pp. 22-27

Kang J.-K., A. Shivdasani (1995) Firm Performance, Corporate Governance, and Executive Turnover in Japan - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 29-58

Kang J.-K., R. Stulz (1996) How Different as Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Informational Conflict on New Security Issues - <<The Review of Financial Studies>>, pp. 109-139

Kapeliushnikov R. (1997) Job Turnover in a Transitional Economy: The Behavior and Expectations of Russian Industrial Enterprises. - in: "Labor Market Dynamics in the Russian Federation" OECD Paris

Kaplan S. (1997) Top Executive and Firm Performance: A Comparison of Japan and Germany, Japan and the U.S. - <<Comparative Corporate Governance. Essays and Materials>> Ed. By K. Hopt, E. Wymeersch, W. De Grueter

Kaplan S., B. Minton (1994) Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 225-257

Karp E., A. Koine (1990) The Japanese Corporate Bond Market - <<The Japanese Bond Market: an Overview and Analysis>> ed. By F. Fabozzi McGraw Hill

Kenway P., J. Chlumský (1997) The Influence of Owners on Voucher Privatized Firms in the Czech Republic - <<Economics of Transition>>, pp. 185-193

Kester C. (1986) Capital and Ownership Structure: a Comparison of United States and Japanese Manufacturing Companies - <<Financial Management>>, pp. 5-16

Kharas H., B. Pinto, S. Ulatov (2001) An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals. – “Brookings Papers on Economic Activity” № 1, pp. 1–50

Kornai J. (1990) “The Road to a Free Economy” Norton

Krugman P. (1999) “Analytical Afterthoughts on the Asian Currency Crisis” Working Paper MIT, Cambridge, Mass

La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer (1999) Corporate Ownership Around the World - <<Journal of Finance>> Vol.54, pp.471-517

La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1998a) Agency Problems and Dividend Policies Around the World” NBER Working Paper N. 6594 Cambridge, Mass.

La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1998b) Law and Finance - <<The Journal of Political Economy>> Vol.106, pp.1113-1155

Lau L., Y. Qian, G. Roland (2000) Reform without Losers: an Interpretation of China's Dual Track Approach to Reform. - "Journal of Political Economy" Vol.108, pp. 120-163

Lease R., J. McConnel, W. Mikkelson (1983) The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations - <<Journal of Financial Economics>>, pp. 439-471.

Lease R., J. McConnel, W. Mikkelson (1984) The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations - <<Journal of Business>>, pp. 443-467.

Levine R., N. Loyaza, T. Beck (2000) Financial Intermediary Development and Economic Growth: causality and Causes. – “Journal of Monetary Economics” Vol.46, pp.31-77

Lichtenberg F. (1992) “Corporate Takeovers and Productivity” MIT Press.

Lichtenberg F., G. Pushner (1992) “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan” NBER Working Paper № 4092. Cambridge Mass.

Malle S. (1994) La Privatisation en Russie: spécificité, objectifs et agents - <<Capitalismes à l'Est: un accouchement difficile>> Economica.

Marcinčin A., S. Van Wijnbergen (1997) The Impact of Czech Privatization Methods on Enterprise Performance Incorporating Initial Selection Bias Correction - <<Economics of Transition>>, pp. 289-304.

Martin K., J. McConnel (1991) Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover - <<Journal of Finance>>, pp. 671-688.

Mayer C. (1998) Financial Systems and Corporate Governance: a Review of the International Evidence. – “Journal of Institutional and Theoretical Economics” Vol.154, pp.144-165

Meade J. (1972) The Theory of Labor – Managed Firms and of Profit Sharing - <<Economic Journal>>, pp.402-428.

Meggison W. (1990) Restricted Voting Stock, Aquisition Premiums, and the Market Value of Corporate Control - <<Financial Review>>, pp.175-198.

Meggison W., J. Netter (2001) From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. - "Journal of Economic Literature" Vol. 39, pp. 321-389

Meggison W., R. Nash, M. Van Randenborg (1994) The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis - <<Journal of Finance>>, pp.403-452.

Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988) Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis - <<Journal of Financial Economics>>, pp.293-315.

Morck R., B. Yeng, W. Yu (2000) The Information Contents of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements? – “Journal of Financial Economics” Vol.58, pp.215-260

Morck R., M. Nakamura (1999) Banks and Corporate Control in Japan - <<Journal of Finance>>, pp.319-339.

Munteanu C. (1997) Employee Share – Ownership in Romania: The Main Path to Privatization. - <<Privatization Surprises ...>>, pp.182-203.

Murphy K., A. Shleifer, R. Vishny (1992) The Transition to a Market Economy: Pifalls of Partial Reform: – «Quarterly Journal of Economics» Vol. 107, pp. 889-906.

Murrel P. (1992) Evolutionary and Radical Approaches to Economic Reform. - <<Economics of Planning>>, pp. 79-95.

Nellis J. (1999) "Time to Rethink Privatization in Transition Economies?" IFC Discussion Paper № 38 Washington.

Phelps E., R. Frydman, A. Rapaczynski, A. Shleifer (1993) Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe. EBRD Working Paper №54 London.

Pinkowitz L., R. Stulz, R. Williamson (2001) Corporate Governance and the Home Bias”. NBER Working Paper № 8680. Cambridge, Mass

Pinto B., M. Belka, S. Krajewski (1993) Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment By Manufacturing Firms. - <<Brookings Papers on Economic Activity>>, №1, pp.213-269.

Pistor K. (1996) Supply and Demand for Contract Enforcement in Russia: Courts, Arbitration, and Private Enforcement. - <<Review of Central and East European Law>>, pp.55-87.

Purrucker M. (1983) "Bank in der Kartellrechtlichen Fusionskontrolle" Berlin.

Radygin A. (1992): Spontaneous privatization: motivations, forms and main stages. - In: Studies on Soviet Economic Development, Birmingham (USA), Vol.3, N 5, Oct.1992, pp. 341-347

Radygin A. (1995) "Privatization in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets". CRCE - Jarvis Print Group.

Rajan R., L. Zingales (1998) Financial Dependence and Growth. – “American Economic Review” Vol.88, pp.559-586

Rapaczynski A. (1996) The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights - <<Journal of Economic Perspectives>>, pp. 87-103.

Roe M. (1993) Takeover Politics - <<The Deal Decade>> ed. By M. Blair. Brookings Institution. Washington.

Roe M. (1994) “Strong Managers, Weak Owners” Princeton University Press

- Roland G. (2000) "Transition and Economics: Politics, Markets and Firms" The MIT Press Cambridge, Mass
- Rowley A. (1987) Asian Stockmarkets – The Inside Story - <<Far Eastern Economic Review>>.
- Rydquist K. (1987) "Empirical Investigation of the Voting Premium". Northwestern University Working Paper №35 Evanston.
- Schneider – Lenneé E. (1992) Corporate Control in Germany - <<Oxford Review of Economic Policy>>, pp.11-23.
- Sheard P. (1985) "Main Banks and Structural Adjustment" Australia – Japan Research Paper №129.
- Sheard P. (1989) The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan. – "The Journal of Economic Behavior and Organization" Vol.11, pp.399-422
- Shleifer A. (1995) Establishing Property Rights. - <<Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics. 1994>> Washington, pp.93-117.
- Shleifer A. (1997) Government in Transition - <<European Review. Papers and Proceedings>>, pp.385-410.
- Shleifer A., D. Vasiliev (1997) Management Ownership and Russian Privatization. - <<Corporate Governance ...>> Vol.2. Insiders and the State., pp.62-77.
- Shleifer A., D. Wolfenzon (2000) "Investor Protection and Equity Markets". NBER Working Paper № 7974 Cambridge Mass.
- Shleifer A., L. Sommers (1988) "Breach of Trust in Hostile Takeovers" - <<Corporate Takeovers: Causes and Consequence>> ed. by A. Auerbach. Chicago University Press.
- Shleifer A., R. Vishny (1986) Large Shareholders and Corporate Control - <<Journal of Political Economy>>, pp. 461-488.
- Shleifer A., R. Vishny (1989) Management Entrenchment: The Case of Manager – Specific Investments - <<Journal of Financial Economics>>, pp.123-143.
- Shleifer A., R. Vishny (1997) A Survey of Corporate Governance - <<Journal of Finance>>, pp. 737-783.
- Smith M., B. Amoako-Adu (1999) Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms. – "Journal of Corporate Finance" Vol.5, pp.341-468
- Solnick S. (1998) "Stealing the State: Control and Collapse in Soviet Institutions" Harvard University Press
- Sommer A. (1991) Whom Should the Corporation Serve? The Berle – Dodd Debate, Revisited Sixty Years Later - <<Delaware Journal of Corporate Law>>.
- Stein J. (1998) Takeover Threats and Managerial Myopia. – "The Journal of Political Economy" Vol.96, pp.61-80
- Stiglitz J. (1994) "Whither Socialism?" MIT Press.
- Stiglitz J. (1999) "Whither Reform? Ten Years of the Transition" Keynote Address. The World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington.
- Taylor W. (1990) Can Owners Make a Big Difference? - <<Harvard Business Review>>, pp. 70-82.
- Teweles R., E. Bradley, T. Teweles (1992) "The Stock Market" 6-th ed. John Wiley and Sons.
- The World Bank. "From Plan to Market" Washington 1996.
- Tirole J. (1998) Incomplete Contracts: Where Do We Stand? - <<Econometrica>>.
- Tirole J. (1999) Corporate Governance. CEPR Discussion Paper №2086 London.

Tornell A., P. Lane (1999) Voracity and Growth. - "American Economic Review" Vol. 89

Uvalich M., D. Vaughan – Whitehead (1997) Introduction: Creating Employee Capitalism in Central and Eastern Europe - <<Privatization Surprises ...>> .

Vanek J. (1970) "The General Theory of Labor – Managed Market Economics" Cornell University Press.

Vaughan-Whitehead D. (1997) Employee Ownership Alongside Hyper-Stagflation in Ukraine: Enterprise Survey Results for 1993-1995 - <<Privatization Surprises ...>>, pp. 230-265.

Willer D. (1997) "Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia" CEPR Discussion Paper № 343 London

Williamson O. (1964) "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm". Prentice Hall.

Wymeersch E. (1994) Elements of Comparative Corporate Governance in Western Europe. – "Aspects of Corporate Governance". ed. By M.Isaksson, R.Skog. Juristförlaget.

Zingales L. (1994) The Value of the Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange Experience. – "The Review of Financial Studies", pp. 125-148.

Zingales L. (1995) What Determines the Value of Corporate Votes? – "Quarterly Journal of Economics", pp. 1075-1110.