

***ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА***

Научные труды № 12Р

**А. Радыгин, Р. Энтов**

**Институциональные проблемы развития  
корпоративного сектора: собственность, кон-  
троль, рынок ценных бумаг**

Москва  
1999

## **Институт экономики переходного периода**

**Основан в 1992 г.**

**Учредитель: Академия народного хозяйства при  
Правительстве РФ**

***Директор: Е.Т. Гайдар***

**Авторы:**            **Радыгин Александр Дмитриевич** – доктор экономических наук, член Совета директоров ИЭПП.  
                              **Энтов Револьд Михайлович** – доктор экономических наук, профессор, академик РАН, главный исследователь ИЭПП.

**Выпускающий редактор:** Н. Главацкая

**Компьютерный дизайн:** А. Астахов

*Настоящий сборник подготовлен по материалам исследовательского проекта Института экономики переходного периода, выполненного в рамках гранта, предоставленного Агентством международного развития США*

ISBN 5-93255-006-6

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018 от 09 ноября 1995 г.

103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229–6413, FAX (095) 203–8816

**E-MAIL** – root@iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

Институт экономики переходного периода

© **Институт экономики переходного периода, 1999.**

# Содержание

Введение. Предварительные методологические замечания ..... 3

## **Часть 1**

### **Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике**

Глава 1. Собственность: некоторые теоретические подходы и общие проблемы реализации прав собственности в России..... 11

- 1.2. Новые подходы к анализу частной собственности ..... 16
- 1.3. Рынок корпоративного контроля и экономическая эффективность ..... 19
- 1.4. Экономические последствия утверждения прав частной собственности: эмпирический анализ ..... 24
- 1.5. Частная собственность в постсоциалистической экономике. .... 27

Глава 2. Формирующаяся структура собственности и тенденции установления корпоративного контроля..... 38

- 2.1. Приватизация как фактор формирования модели корпоративного управления: сравнительный анализ ..... 38
- 2.2. Основные этапы перераспределения собственности в 90-е годы и способы консолидации корпоративного контроля ..... 53
- 2.3. Изменения в структуре собственности в 90-е гг. и проблема эффективного собственника ..... 61
- 2.4. Особенности рынка корпоративного контроля (поглощения)..... 73
- 2.5. Эволюция интегрированных корпоративных структур и объединений предприятий в российской экономике ..... 78
- 2.6. Кризис финансово-промышленных групп банковского происхождения ..... 106

## **Часть 2**

### **Формирование национальной модели корпоративного управления в России и защита прав акционеров**

Глава 3. Основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой ..... 114

Глава 4. Развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления и защиты прав акционеров ..... 128

Глава 5. Оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России .....	145
Глава 6. Текущие проблемы участия государства в управлении корпорациями .....	165

### **Часть 3**

## **Институциональные проблемы развития и регулирования рынка корпоративных ценных бумаг**

Глава 7. Основные этапы и особенности развития и регулирования российского рынка корпоративных ценных бумаг .....	176
7.1. Некоторые общие тенденции развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. ....	176
7.2. Этапы развития рынка в 90-е годы. ....	183
7.3. Принципы и направления формирования правовой системы регулирования рынка .....	190
Глава 8. Система государственного регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России: основные компоненты и современные проблемы. ....	196
8.1. Общие цели и подходы к организации системы государственного регулирования. ....	196
8.2. Иерархия органов регулирования рынка .....	203
8.3. Проблемы обеспечения прозрачности рынка. ....	207
8.4. Инфорсмент и проблемы надзора. ....	220
Глава 9. Развитие инфраструктуры рынка и профессиональные участники рынка как объекты государственного регулирования в предкризисный период .....	229
Глава 10. Финансовый кризис, участники рынка ценных бумаг и среднесрочные перспективы .....	244
Заключение. ....	257
Литература. ....	268

## **Введение.**

### **Предварительные методологические замечания**

Значение формирующейся системы прав собственности и модели корпоративного контроля для постприватизационного развития предприятий и экономики в целом обусловлено целым рядом обстоятельств, таких как:

— оптимальная организация системы прав собственности в корпорации (и их делегирования) служит мотивацией к реструктурированию и повышению эффективности на микроуровне;

— исторически (традиционно) складывающаяся структура распределения собственности в корпорации определяет специфические национальные модели корпоративного управления и, соответственно, конкретные законодательные концепции и модели государственного регулирования;

— «прозрачная» (четкая) структура собственности, где права всех типов инвесторов (акционеров, кредиторов) защищены, является одним из ключевых условий привлечения инвестиций на микроуровне;

— модель корпоративного контроля формируется в тесной взаимосвязи (взаимовлиянии) с развитием рынка ценных бумаг, поэтому их регулирование со стороны государства должно осуществляться комплексно;

— модель корпоративного управления и структура рынка капиталов — через конкретные формы рыночной экономики — определяют различия в формах организации и финансирования корпораций, структуру отраслей промышленности, вза-

отношения между предпринимателями и наемными работниками;

— на макроуровне модель корпоративного управления является одной из основных институциональных составляющих экономического роста.

Именно четкая определенность, а не изменения в распределении **прав собственности**, имеет принципиальное значение для функционирования рыночной экономики (Coase, 1960). В современной экономической литературе четкость, стабильность и предсказуемость прав собственности рассматриваются в качестве важнейшего фактора экономического роста и прямо связываются с благополучным экономическим развитием (North, 1978, 1981). Тем не менее роль четко определенных прав собственности может варьироваться в зависимости от размеров организаций, государственной или частной собственности, доступа к информации и др. (Arrow, 1974; Stiglitz, 1994; World Bank, 1998).

Значение этого элемента институциональной среды для переходной экономики и соответствующего государственного регулирования не может быть переоценено. Так, в условиях социалистической модели хозяйства существовала система правовых санкций и инфорсmenta по защите государственной собственности. В условиях переходной российской экономики зона неопределенности в сфере прав собственности *расширилась*, так как система защиты государственной собственности размыта, а новая четкая система прав частной собственности пока отсутствует. Размытость прав собственности ведет к параличу инвестиционной активности корпораций: ведь чем лучше определены права собственности, тем меньше риски на рынке капитала (Grossman, Hart, 1986). В то же время отсутствуют четкие экономические и правовые границы между государственной и частной собственностью со всеми вытекающими из этого проблемами (в том числе длительное отсутствие банкротств как механизма корпоративного контроля). Очевидны и проблемы в сфере отношений собственности, связанные с несовершенной информацией.

Трактовка фирмы как института, организации, **сети контрактов** (Alchian, Demsetz, 1972; Williamson, 1985; и др.) также дает широкое поле для прикладных выводов по переходной экономике. В частности, отсутствие развитой *системы*, длительной *культуры* и четкого стандартного *механизма исполнения* контрактов, как каналов передачи пучков правомочий (прав собственности), обуславливает массовые нарушения прав акционеров, единичный инфорсмент в политических целях, развитие нерыночных отношений между экономическими агентами, рост рентоориентированной деятельности, коррупцию.

Конфликты между менеджерами и акционерами-аутсайдерами (крупными и миноритарными) в рамках отношений «**принципал-агент**» приобретают острейший характер. Проблемы и издержки контроля за деятельностью менеджеров со стороны акционеров (Hart, 1995) осложняются и тем, что менеджеры прямо или через посредников выступают и как инсайдеры, и как аутсайдеры корпорации, причем во всех возможных трактовках этих терминов. Одной из ключевых проблем здесь становится проблема прозрачности эмитента не только для потенциальных инвесторов, но и для de-facto внешних акционеров корпорации.

Не менее важен и подход с позиций **финансовой системы**, понимаемой как определенные институциональные соглашения, обеспечивающие трансформацию сбережений в инвестиции и распределяющие ресурсы среди альтернативных пользователей в рамках индустриального сектора (Tobin, 1984). В условиях переходной экономики особое значение для формирования национальной модели корпоративного управления и финансирования промышленных корпораций приобретает развитие в рамках финансовой системы эффективной системы финансовых институтов, прежде всего коммерческих банков.

Их слабость в России стала особенно очевидной в ходе финансового кризиса 1998 г., а теоретическая дискуссия о принципиальном характере национальной модели корпоративного управления (проамериканская или прогерманская) лишилась своей основы. Соответственно, и возможная роль банков как

альтернативного механизма корпоративного контроля в условиях, когда другие механизмы принуждения менеджеров к действиям не только в их собственных интересах ограничены (Stiglitz, 1994, pp. 77—78, 189-190), становится малоактуальной.

С точки зрения прикладного анализа вопросов **корпоративного контроля** ситуация применительно к переходной экономике приобретает двойственный характер. С одной стороны, в традициях известной с 30-х годов концепции «революции управляющих» (Berle, Means, 1932) есть основания для вывода собственников за рамки реальных властных отношений, связанных с контролем и управлением в российских АО. Это особенно характерно для первых постприватизационных лет до принятия Закона «Об акционерных обществах». С другой стороны, есть и основания для выявления связи «собственность — корпоративный контроль — корпоративное управление». Последнее имеет смысл в тех случаях, когда есть возможность идентифицировать разнообразные варианты контроля со стороны существующих акционеров или аффилированных структур (в терминах теории организаций — «коалиций»). Ключевой проблемой в этой связи является установление полюсов реального контроля (Aghion, Tirole, 1996) в корпорации при наличии формально размытой структуры собственности.

Следует также заметить, что в условиях неликвидного развивающегося рынка проблема выбора между механизмом «голоса» и механизмом «выхода» утрачивает характер дихотомии (Hirschman, 1970, pp.15-54), и становится по сути безальтернативной: если нельзя продать свои акции, то возникает необходимость повышения роли механизма «голоса». Одним из возможных путей реализации этого механизма в переходной экономике является самодостаточная модель корпоративного управления (Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Black, Kraakman, Naу, 1996).

Подводя итоги, необходимо сделать несколько более общих методологических замечаний. Понятие «институциональные изменения» обычно используется экономистами примени-



тельно к конкретным «институциональным соглашениям/arrangements (институтам)», но крайне редко по отношению ко всей «институциональной структуре» как совокупности «институциональных соглашений» (Lin, Nugent, 1995, p. 2307).

Специфика переходной экономики такова, что «институциональные изменения» — в отличие от общепринятого подхода — не только могут, но и должны анализироваться комплексно, т.е. в рамках всей «институциональной структуры» экономики. Такой подход в равной степени касается и проблемы становления постприватизационной структуры собственности, модели корпоративного контроля в переходной экономике. Особенности становление новой системы прав собственности, моделей корпоративного управления и контроля как самостоятельного «институционального соглашения» могут быть поняты только в рамках всей совокупности «институциональных изменений» в переходной экономике. Вместе с тем, проблема состоит в невозможности глобального анализа всех «институтов» (в рамках одной работы) даже по относительно узкому вопросу. Очевидно, что оба указанных вывода находятся в определенном противоречии. Именно поэтому авторы сознательно ограничили свой анализ выделением ключевых аспектов с учетом российской специфики.

**В первой части** книги проведен анализ существующих теоретических подходов к проблемам собственности, рассмотрены общие проблемы реализации прав собственности в России, затрудняющие формирование эффективных рынков собственности и контроля.

В этой части также дается обзор различных схем приватизации как фактора формирования модели корпоративного контроля, рассматриваются основные этапы перераспределения собственности в постприватизационный период, дается краткая характеристика рынков собственности и контроля в России, рассматриваются тенденции борьбы за контроль и типовые случаи нарушений прав акционеров в российских корпорациях. Здесь же проведено обобщение имеющихся данных о формирующейся структуре владения акциями в приватизированных предприятиях (на основе доступных альтерна-

тивных источников, включая данные за 1997 г. и прогнозные оценки на 1999 г.), приводится описание изменений в структуре собственности, качественный оценочный прогноз ее динамики и перспектив стабилизации системы прав собственности в России.

**Вторая часть** посвящена исследованию проблем формирования национальной модели корпоративного управления в контексте защиты интересов и прав акционеров (инвесторов). В частности, рассмотрены следующие вопросы: основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой; развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления в России; защита прав акционеров в контексте формирования правовых механизмов государственного регулирования; оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России.

**В третьей части** рассматриваются этапы и особенности развития рынка корпоративных ценных бумаг в 90-е годы (прежде всего долевые эмиссионные ценные бумаги приватизированных предприятий) в институциональном контексте. Отдельный параграф посвящен некоторым общим тенденциям развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Значительное внимание уделяется системе регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России (институты, уровни, проблема координации регулирования) и его инфраструктуре, влиянию финансового кризиса на этот сегмент рынка.

В практическом плане результаты проведенного авторами исследования могут быть использованы для разработки рекомендаций по концептуальным направлениям развития рынка корпоративных ценных бумаг в России, при подготовки проектов нормативно-правовых документов по государственному регулированию защиты прав акционеров (инвесторов), а также средне- и долгосрочных программ развития экономических реформ в России, как основы для формирования более эффективной модели государственного регулирования институциональной и правовой базы реформ.

Настоящая работа подготовлена в рамках исследовательской программы Института экономики переходного периода, которая осуществлялась в 1998 –1999 гг. при поддержке Агентства международного развития США. Авторы благодарны также Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) за предоставленные материалы (доклады о развитии рынка ценных бумаг в 90-е годы и годовые отчеты комиссии за 1996-1998 гг.). Значительную научно-информационную помощь при проведении исследований оказала американская консультационная компания «Horst, Frisch, Clowery & Finan Incorporated».

Параграфы 2.1 и 2.5 главы 2 и глава 6 написаны при участии к.э.н. Г.Н. Мальгинова. Глава 8 написана при участии к.э.н. Н.А. Шмелевой. В параграфе 2.4. главы 2 и в главе 10 использованы замечания и комментарии директора Salomon Brothers по России в 1994-1998 гг. к.э.н. В.В. Кузнецова. Параграф 8.3 написан при участии к.ю.н. Т.М. Медведевой и А.В. Тимофеева.

Значительную работу по подготовке книги к изданию осуществили А. Астахов, Н. Главацкая, Н. Кухта.

# **Часть 1.**

**Структура собственности и проблемы  
корпоративного контроля в российской  
экономике**

# Глава **1**. Собственность: некоторые теоретические подходы и общие проблемы реализации прав собственности в России

## 1.1. Эволюция форм собственности и развитие частной собственности

Частная собственность представляет собой продукт длительного исторического развития. Современные формы частной собственности отличает ряд существенных особенностей. Прежде всего такая собственность не предполагает непрямого слияния с политической властью, сегодня причастность к (верховой) власти не является больше необходимым условием реализации прав собственности<sup>1</sup>.

Современная частная собственность отличается от предшествующих форм по объекту владения. Так, с развитием цивилизации отошли в прошлое и различные формы владения

---

<sup>1</sup> Так, в странах древнего Востока власть - собственность - «это не столько собственность, сколько власть, так как функции собственника здесь опосредованы причастностью к власти, т.е. к должности, но не к личности правителя. По наследству в этих структурах может быть передана должность с ее правами и прерогативами, включая и высшую собственность, но не собственность как исключительное частное право владения вне зависимости от должности» (Васильев, 1998, с. 69). Некоторые сходные черты можно обнаружить и в раннем развитии прав собственности в странах Европы.

людьми, а вместе с тем и различные модификации так называемой неэкономической зависимости.

Меняется и экономико-правовое оформление отношений собственности. Уже в древнем Риме четко фиксируется система контрактных прав и обязательств, в рамках которых реализуются отношения владения, пользования и распоряжения. Тем самым в функционирование отношений частной собственности неизбежно вовлекается государство, включая специальную систему судебных и исполнительных органов, обеспечивающих реализацию прав владения и условий контрактов.

В своей трактовке процессов эволюции частной собственности некоторые влиятельные историки — экономисты, в числе которых можно назвать лауреата Нобелевской премии Д. Норта, а также Р. Томаса, Б. Уэйнгаста и др., исходят из элементарного соотношения выгод и издержек (*cost-benefit principle*). Тем самым как бы проецируются в прошлое различные формы инфорсmenta, т.е. системы принудительной реализации условий контрактов и прав собственности, и, в частности, инфорсmenta, осуществляемого «специализированной» группировкой вооруженных людей. В соответствии с указанной концепцией, в тех случаях, когда убытки от нарушения прав контрактных обязательств и собственности (отказ от оплаты товара, от погашения долгов, ущерб, наносимый разбойным нападением и т.п.) оказываются достаточно серьезными, для крупных собственников становится выгодным купить покровительство достаточно сильной вооруженной группировки (см., например, North, Thomas, 1973, pp. 87-88)<sup>2</sup>. Ясно,

---

<sup>2</sup> В описанной выше схеме экономическая подоплека решений, принимаемых самим государством, отсутствует. Более развернутая модель исторических процессов формирования собственности предполагает, что борьба государственных органов за сохранение своих доходов (ренты) тормозит формирование «эффективной» частной собственности, причем этому конфликту в концепции Норта придается поистине универсальный характер. «На протяжении всего периода, начиная от «перераспределительного» хозяйства времен древних египетских династий, а затем рабовладельческих систем Греции и Рима и вплоть до средневекового поместья (*manor*) существовал постоянный конфликт между такой структурой собственности, которая максимизировала ренту, присваиваемую правителями (и его сподвижниками) и эффективной системой собственности, которая снижает

однако, что наиболее «экономичным» вариантом обеспечения контрактных обязательств и прав частного владения в конечном счете неизбежно оказывается инфорсмент, осуществляемый в централизованном порядке государством.

Подобная трактовка достаточно точно характеризует общее направление длительной эволюции отношений частной собственности, но, строго следуя принципам неоклассического анализа, по-видимому, несколько преувеличивает роль свободного выбора и рациональных «чисто экономических» действий участников исторического процесса. В реальной жизни исторический процесс централизации функций инфорсмента был тесно связан с влиянием войн и социальных конфликтов, с развитием стихийных политических, религиозных и других идеологических движений и со многими другими явлениями, выходящими за рамки элементарных теоретических конструкций «общественного договора».

Поскольку именно государство играло особенно важную роль в формировании современной частной собственности, отметим также следующие моменты. Выделение частной собственности во многих случаях предполагало «разгосударствление» (термин «приватизация» в большей степени относится к современности) части имущества, ранее принадлежавшего (верховным) органам власти. Этому процессу неизбежно была присуща внутренняя противоречивость: сильная монархическая власть сплошь и рядом ставила своей целью не сокращение, а дальнейшее приумножение принадлежащего ей имущества. Вместе с тем, в условиях резко обострившихся социальных конфликтов и революций можно было наблюдать и разгосударствление значительной массы активов.

Столь же противоречивым оказывалось и регулирование процессов развития негосударственной собственности. Исходя из политических или фискальных соображений, государство могло поддерживать, например, устойчивость общинных владений, препятствуя формированию частной собственности. В особенно большой степени это относится к регулированию

---

транзакционные издержки и способствует экономическому росту» (North, 1981, p. 25).

условий функционирования частной собственности: государство сплошь и рядом поддерживало прежние неконкурентные формы отношений, а в ряде случаев само насаждало дополнительные монополии (в этой связи достаточно вспомнить, что таможенные сборы во многих странах появились просто как платежи государству за предоставленную монополию на ввоз или вывоз товара). С другой стороны, по мере перехода экономики на капиталистический путь развития государство все активней вовлекается в поддержание конкурентных условий функционирования частной собственности.

Развитие рыночных отношений способствовало постепенному переходу от античных и средневековых к современным формам частной собственности: по мере перехода от натурального хозяйства к преобладанию товарно-денежных отношений феодальные формы присвоения все больше уступали место правам собственности совершенно иного рода.

Формирование отношений частной собственности, имеющих «рыночную» природу, потребовало развития специальной экономической и правовой инфраструктуры, обеспечивавшей ее эффективное функционирование. Одним из неотъемлемых элементов такой инфраструктуры оказывалась система централизованного и независимого от отдельных участников (групп участников) инфорсmenta прав собственности и контрактных обязательств. Развитие этой системы предполагало дальнейшее совершенствование правовых норм и формирование новых судебно-правовых учреждений или профессиональных ассоциаций, обеспечивающих осуществление этих норм.

Особенно существенным представляется то, что система инфорсmenta, сложившаяся в развитых странах, находилась (и продолжает находиться) одновременно внутри и вне сферы рыночных отношений. Получение той или иной денежной суммы всегда оказывает (может оказывать) влияние на решения участников хозяйственного процесса, но решение суда принципиально не может быть объектом торга, при вынесении этого решения не должны учитываться какие-то «побочные платежи» (side payments) и выгоды или потери для лиц, принимающих указанные решения.



Некоторая парадоксальность указанной ситуации может быть выражена следующим образом: сфера рыночного регулирования хозяйственных отношений может быть тем более универсальной, чем меньше сама экономически — правовая система инфорсmenta. Точнее, решения, о соблюдении «правил игры», принимаемые в рамках этой системы, регулируются рыночными соображениями, отношениями купли — продажи.

В рамках данной работы трудно дать более детальную характеристику процессов формирования современной частной собственности и особенностей ее развития в отдельных странах. Заметим лишь, что на разных этапах этого процесса меняются масштабы и формы ответственности по имущественным (контрактным) обязательствам.

Дж. Хикс, выделяя наиболее важные процессы, подготовившие условия для развития современных хозяйственных отношений, называет прежде всего широкое распространение акционерной собственности, предполагающей ограниченную ответственность инвестора по обязательствам фирмы. Другой предпосылкой он считает формирование денежно-кредитной системы, в которой особую роль играет центральный банк (см. Hicks, 1986, pp. 161-162). Переход к широкому распространению акционерной собственности становится возможным лишь на основе довольно высокого уровня развития рыночных отношений<sup>3</sup>, когда, в частности, сложилась уже система четкого инфорсmenta частных обязательств.

Широкое распространение торговли акциями, в свою очередь, способствует дальнейшему развитию рыночных отношений. До этого времени купля — продажа фирм или предприятий в большинстве отраслей (кроме сельского хозяйства) носила лишь спорадический характер ввиду высоких пороговых величин, определявших доступ на рынок, и непомерных рисков. Функционирование фондового рынка, предполагающее регулярный спрос (в том числе спрос мелких инвесторов) на финансовый эквивалент реального капитала и столь же ре-

---

<sup>3</sup> Как известно, А. Смит видел в акционерных обществах источник спекуляций и обмана. Аналогичные представления об акционерной собственности продолжали господствовать и в начале XIX в.

гулярное предложение значительного количества акций, существенным образом расширяет сферу рыночного регулирования, прежде всего регулирования эффективности корпораций.

## **1.2. Новые подходы к анализу частной собственности**

В современных теоретических моделях, описывающих функционирование собственности, исходным пунктом анализа чаще всего служит собственность на факторы производства, прежде всего на материальные и финансовые активы, а также на человеческий капитал. При этом предполагается, что, во-первых, существует разветвленная структура конкурентных рынков — товарных рынков, рынков труда и капитала и, во-вторых, результаты всех сделок на этих рынках фиксируются системой контрактов. Принципиально важным представляется следующее обстоятельство: ни один заключаемый контракт не может считаться достаточно «полным». В особенно большей степени это относится к контрактам, предусматривающим наем рабочей силы или аренду (лизинг) какого-либо имущества, скажем, производственного оборудования: невозможно ведь предусмотреть все ситуации, которые могут сложиться и заранее определить права и обязанности сторон в каждом из этих случаев<sup>4</sup>.

Если предположить, что условия контракта фиксированы, то права собственности обнаруживаются прежде всего в связи с неполнотой контрактов. В тех ситуациях, когда выявляется, что контракт не содержит (прямых) указаний на соответствующие права и обязательства сторон, нерегламентируемые условия использования факторов производства определяются их владельцами. Поэтому права собственности определяются в данной концепции как остаточные — по отношению к требованиям контракта — права распоряжения и контроля.

---

<sup>4</sup> Даже если бы существовала «физическая» возможность предусмотреть все возможные случаи и зафиксировать в контракте права и обязательства сторон в каждом из этих случаев, это неизбежно потребовало бы непомерных затрат (транзакционных издержек).

Приводя это определение, еще раз подчеркнем: подобный подход предполагает экономику, в которой существуют не только отлаженная структура соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями «культура контракта». Определение собственности через остаточные права предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности контрактного обязательства (о связи между правами собственности и *credible commitment* см. Diermaier, Ericson, Frye, Lewis, 1997).

Поскольку владение факторами производства открывает возможности их «бесплатного» комбинирования в тех или иных пропорциях, нетрудно видеть, что эффективность их использования (равно как и эффективность инвестиций, предварительно осуществляемых владельцами факторов) в большой мере определяется различиями в возможностях доступа к элементам реального и человеческого капитала в начальный период и после заключения сделки.

Тем самым анализ как бы достаточно естественно возвращается к одной из «классических» теоретических проблем, привлекавших особенно большое внимание на протяжении последних десятилетий: характеристики рыночного перераспределения собственности и перехода к лучшему использованию факторов производства в рамках фирмы неразрывно связаны с разработкой моделей вертикальной интеграции. Именно эти проблемы и оказались в центре внимания наиболее известных представителей указанной концепции — О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура (см. Grossman, Hart, 1986; Grossman, Hart, 1988; Hart, Moore, 1988; Hart, Moore, 1990; Hart, 1995).

В системе теоретических моделей О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура (далее — ХГМ) предполагается, что каждый из участников сделки владеет определенным реальным и человеческим капиталом. Стремясь выгодней продать принадлежащие им факторы, владельцы осуществляют некоторые специализированные капиталовложения, которые могут повысить привлекательность конечного продукта и/или снизить издержки производства. Размеры таких вложений в большей мере зависят от того, обладает ли владелец данного фактора доступом

к тем элементам производственного капитала, которым владеют другие участники (каждый из которых может представлять собой фирму). В результате рыночного соглашения между ними возникает новая конфигурация собственности, и образующаяся компания получает в соответствии с условиями контракта возможность более эффективного сочетания ресурсов.

Рыночное перераспределение прав пользования и распоряжения может обеспечивать владельцам факторов производства более высокий доход (по сравнению с доходами, которые могли бы быть получены при других формах использования указанных ресурсов). Вместе с тем, стабильность прав собственности и складывающихся контрактных отношений стимулирует собственников к дополнительным инвестициям, которые ориентируются именно на данное соглашение (transaction — specific investments).

Таким образом, в центре анализа ХГМ оказывается перераспределение доступа к специализированным факторам производства и соответственно — рыночная реконфигурация (перераспределение) прав собственности на элементы физического (и в некоторых случаях человеческого) капитала. При наличии ряда условий, формулируемых в моделях ХГМ, такие процессы могут обеспечивать наиболее эффективное использование имеющегося капитала.

Примечательно, что указанные модели получили распространение в 80-х — 90-х годах нашего столетия, когда наблюдалась значительная активизация весьма специфического рынка, который можно было бы назвать «рынком предприятий»: объектом купли — продажи все чаще оказывались отделения фирмы, ее предприятия или даже отдельные цеха. В отличие от перехода из рук в руки стратегического пакета акций дочерней фирмы (spin off) здесь речь шла о выделении для продажи (divestiture) некоторых хозяйственных или производственных единиц, ранее входивших в состав данной фирмы. Во многих случаях подобные продажи были реакцией, после-

довавшей за мощной волной конгломерационных слияний и поглощений<sup>5</sup>.

Научно-технические нововведения неизбежно меняют оптимальную структуру вертикальной интеграции фирм. При этом наиболее прочными, в соответствии с концепцией ХГМ, оказываются те конфигурации собственности, которые объединяют самые «синергичные» факторы производства, т.е. факторы, в наибольшей степени дополняющие друг друга (см., например, Hart, 1995, Chapter 2).

Таким образом, расширение сферы рыночных отношений и развитие тех рынков, которые обслуживают «дробление» компаний, а вместе с тем соответствующее перераспределение собственности и свободного доступа к специализированным факторам производства, могут обеспечивать более эффективное использование элементов реального капитала.

### **1.3. Рынок корпоративного контроля и экономическая эффективность**

Другой механизм регулирования экономической эффективности связан с рыночным перераспределением акционерной собственности и соответственно со сменой стратегии развития соответствующей корпорации. При изучении этой проблемы в центре внимания оказывается специфический финансовый рынок — рынок корпоративного контроля.

Начнем с рассмотрения мотивов, побуждающих к осуществлению операций на таком рынке. Теория различает две группы стимулов: это «общая» заинтересованность, например, заинтересованность в доходах, которые фирмы распределяют между всеми акционерами в соответствии с количеством принадлежащих им акций, и «частные» интересы, характеризующие особые выгоды тех, кто владеет данной корпорацией (скажем, половиной всех акций плюс одна акция). Рынки кор-

---

<sup>5</sup> В соответствии с результатами обследований М. Портера (выборка, описывающая 33 крупных американских корпорации на протяжении 1950-1986 г.г.), почти три четверти производственных или хозяйственных единиц, которые эти фирмы приобрели в областях, не связанных с их деятельностью, впоследствии были перепроданы (см. Porter, 1987, pp. 43-59).

поративного контроля в отличие от обычных финансовых рынков управляются прежде всего частными выгодами.

Особенности функционирования рынка контроля налагают существенный отпечаток и на процесс формирования цен. Подобно ценам на других финансовых рынках, они в особенно большой степени зависят от поступающей информации<sup>6</sup>. Однако в отличие от стандартной модели эффективного финансового рынка здесь невозможно предположить предельно высокую эластичность спроса по цене. Чем сильнее цена акции отличается от ее «фундаментальных» характеристик, тем больше, по-видимому, специфическая «частная» стоимость акции для некоторых покупателей и, следовательно, тем меньше субституты данной ценной бумаги можно обнаружить на рынке.

В теоретическом анализе процессов поглощений (см. Shleifer, Vishny, 1986; Stulz, 1988; Holmstrom, Nalebuff, 1992 и др.) приводится ряд любопытных соображений, иллюстрирующих зависимость рыночной цены, по которой продаются права собственности на фирму (пакет, содержащий, скажем, более половины всех голосующих акций) от исходной концентрации собственности на такие акции, в частности от удельного веса акционерной собственности, принадлежавшей до покупки «внешним» инвесторам и менеджерам рассматриваемой корпорации.

При этом обнаруживается существенная особенность рынка контроля. На товарных или «обычных» финансовых рынках цена товара или финансового актива не зависит непосредственно от характеристик распределения прав собственности на элементы накопленного запаса товаров (финансовых акти-

---

<sup>6</sup> Представляется существенным в этой связи четкое разграничение между характеристиками информационной эффективности рынка - при этом речь идет о некоторых свойствах финансового рынка (см. Fama, 1970; Fama, 1991) - и эффективности рынка контроля. При повторяющихся операциях инвестирования сами свойства эффективного финансового рынка не только исключают спекулятивный арбитраж, но и существенно ограничивают роль краткосрочных конъюнктурных соображений, особо выделяя возможности долгосрочного накопления капитала. Результаты эмпирических исследований, по-видимому, согласуются с подобными предположениями - см. McConnell, Muscarella, 1986.

вов). Между тем, на рынках корпоративного контроля при прочих равных условиях премия, предполагаемая ценой покупки (bid premium), а вместе с тем и цена приобретения стратегического пакета оказываются тем ниже, чем больше акций до объявления тендера уже принадлежало потенциальному покупателю (или конкурирующим между собой покупателям). Вместе с тем, определенные зависимости (вероятно, нелинейные, см. Stulz, 1988) связывают цену акционерной собственности на фирму с исходной долей акций, принадлежащих высшим менеджерам рассматриваемой компании<sup>7</sup>.

Интуитивно эти соображения представляются достаточно основательными (большинство из них может быть выведено не только из предположений, используемых в перечисленных моделях). Результаты ряда эмпирических наблюдений<sup>8</sup>, по видимому, неплохо согласуются с приведенными выше выводами.

С другой стороны, концентрация акционерной собственности у владельцев, традиционно связывающих свои интересы с данной фирмой («семейная преемственность»), или у «окопавшихся» менеджеров («entrenched management») во многих случаях может существенно замедлять формирование рынка контроля. В тех случаях, когда значительные пакеты акций все же становятся объектом купли — продажи, перечисленные факторы способствуют увеличению премии, присваиваемой продавцом, и дополнительному повышению цены акций, меняющих владельцев.

Изучая механизмы рыночной смены собственника и контроля, авторы теоретических моделей — С. Гроссман и

---

<sup>7</sup> Особенно выгодной, как свидетельствует опыт последних десятилетий, неизменно оказывалась стратегия, при которой покупатель («рейдер»), оставаясь в тени, сначала скупал понемногу акции облюбованной им компании на «обычном» рынке. Это позволяло обеспечить двойную экономию, поскольку, во-первых, понемногу накапливаемые акции приобретались по сравнительно низким ценам, и во-вторых, выступая впоследствии на рынке контроля владельцы более крупных пакетов обладали конкурентными преимуществами и могли ограничить размер премии при покупке «недостающих» акций.

<sup>8</sup> См., например, Morck, Shleifer, Vishny, 1988; Walking, Edmister, 1985; Hubbard, Palia, 1995; Zingales, 1995.

О. Харт (см. выше), А. Шлайфер и Р. Вишны (Shleifer, Vishny, 1986), Д. Хиршлайфер и Ш. Титмен (Hirshleifer, Titman, 1990) и др. — обычно предполагают, что многие (все) участники указанных операций могут достаточно точно предвидеть хозяйственные результаты той реорганизации фирмы, которую предпримет новый собственник.

К числу особенно сложных и спорных вопросов, по-видимому, относится вопрос о критериях эффективности, которые используются при оценке последствий перераспределения акционерной собственности. Авторы теоретических моделей в большинстве случаев исходят из следующего предположения: поскольку величина (дисконтированных) чистых доходов непосредственно отражается на стоимости ценных бумаг, эмитированных данной фирмой, увеличение экономической эффективности должно в конечном счете найти выражение в увеличении рыночной стоимости фирмы<sup>9</sup>.

Исходя из указанных предположений, рассмотрим возможное влияние рыночного перераспределения акционерной собственности на экономическую эффективность. Для начала будем полагать, что частная выгода как у прежних владельцев корпорации, так у потенциальных покупателей отсутствует (частная стоимость акций равна нулю). Будем считать также, что переход фирмы к новому собственнику способствует росту общей экономической эффективности; тогда исходная стоимость фирмы  $w_0 \cdot N$  (где  $w_0$  — начальная рыночная стоимость акции, а  $N$  — число акций) окажется меньше, чем стоимость акций после реализации прав собственности новым владельцем  $w_1 \cdot N$ , где  $w_1$  — стоимость акций после реорганизации фирмы. В таком случае покупатель сочтет целесообразной покупку акций<sup>10</sup> по повышенной цене, если надбавка в цене одной акции окажется меньше, чем  $(w_1 - w_0)$ .

---

<sup>9</sup> При этом дополнительного анализа требуют, разумеется, соотношения, складывающиеся между финансовыми показателями (стоимость фирмы) и «реальной» эффективностью хозяйственных операций, осуществляемых данной фирмой.

<sup>10</sup> Речь идет о приобретении пакета, делающего покупателя обладателем не менее чем  $(0,5N+1)$  акций.



Эффективный контроль над корпорацией представляет собой общественный товар, поэтому при сильном «распылении» акций между мелкими владельцами могут возникнуть препятствия на пути концентрации акционерной собственности и восстановления связей между собственностью и корпоративным контролем — препятствия, связанные с «эффектом безбилетника» («free rider's effect»). Но, как показали М. Баньоли и Б. Липман, в подобных играх с конечным числом участников может существовать единственное равновесие Нэша, поскольку рациональный продавец небольшого количества акций в случае конечного числа акционеров не может полагать, что исход борьбы за перехват собственности не зависит от его решений (см. Vagnoli, Lipmann, 1988; Teall, 1996).

Отказ от продажи акций в надежде на последующий быстрый рост их рыночной стоимости, конечно, может играть существенную роль в практике операций, направленных на перехват собственности и корпоративного контроля. И все же, по-видимому, можно утверждать, что при отсутствии препятствий для конкуренции, систематических информационных помех и частных интересов рыночный механизм перераспределения акционерной собственности должен более или менее регулярно обеспечивать эффективное управление фирмой.

Ситуация существенно усложняется с введением в рассмотрение частных выгод. Заметим прежде всего, что оценки этих выгод, играющие столь важную роль в функционировании рынка корпоративного контроля, намного сильнее зависят от качества информации, которой располагает инвестор, чем характеристики стандартных ценных бумаг, скажем, облигаций. Кроме того, перспективы извлечения частных выгод во многих случаях недостаточно стабильны, а возможности реализации выгод, которые, например, может обеспечить «финансовая синергия», сопряжены со значительными рисками.

Наиболее серьезные препятствия для эффективного рыночного перераспределения прав собственности возникают в том случае, когда прежний собственник прав контроля извлекает из своего владения такие частные выгоды, которые суще-

ственно превышают частные выгоды потенциального покупателя.

Будем полагать, например, что приобретение акций данной корпорации не приносит сколько-нибудь существенных частных выгод покупателю; пусть его частные выгоды  $V_1$ , по предположению, будут равны нулю. В то же время прежний собственник может извлекать значительные частные выгоды ( $V_0 > 0$ ). Тогда даже в тех случаях, когда смена собственника привела бы к повышению стоимости фирмы ( $w_1 > w_0$ ), сегодняшние владельцы могут отказаться продавать акции на тех условиях, которые оказались бы привлекательными для потенциальных покупателей. Сделка не может состояться, если увеличение рыночной стоимости акции ( $w_1 - w_0$ ) окажется меньше, чем  $V_0 / (0,5N + 1)$ , или иными словами частные выгоды, извлекаемые нынешними владельцами в расчете на одну из  $(0,5N + 1)$  акций, превосходят рост стоимости акции, обусловленный повышением экономической эффективности.

Ситуация еще более ухудшается при концентрации у нынешних владельцев не просто голосующих акций, а таких прав собственности, которые обеспечивают владельцу больше одного голоса («многоголосые акции»). Как показали С. Гроссман и О. Харт, для функционирования рыночных механизмов, регулирующих эффективное перераспределение акционерной собственности, особенно важным представляется поддержание соответствия между мерой участия в коллективном принятии решений и мерой присвоения распределяемых по акциям доходов (иначе говоря, строгое соблюдение традиционного принципа «одна акция — один голос» — см. Grossman, Hart, 1980, Grossman, Hart, 1988).

#### **1.4. Экономические последствия утверждения прав частной собственности: эмпирический анализ**

Эмпирическая проверка теоретических выводов относительно эффективного рыночного перераспределения прав частной собственности, по-видимому, достаточно сложна. В ряде случаев, при характеристике длительных исторических периодов, исследователи ограничиваются констатацией соот-

ветствия между формированием институтов современной частной собственности и параллельным процессом ускорявшегося хозяйственного роста (см. North, 1981; North, 1993, p. 19), а также общими сопоставлениями динамизма, который присущ хозяйствам, основанным на современной частной собственности, с низкой эффективностью экономики, базирующейся на централизованной государственной собственности и (военно-) бюрократическом регулировании.

Вместе с тем, предпринимаются попытки более строгой статистической проверки некоторых теоретических выводов, например, соображений о той роли, которую играет (должна играть) прочность утверждающихся прав частной собственности.

Так, в обычных межстрановых множественных регрессиях удельный вес государственной собственности сам по себе, как свидетельствуют многие расчеты, по-видимому, не оказывает существенного влияния на темпы экономического роста. Дело меняется, если ввести в рассмотрение некоторые характеристики специфических отношений между частной и государственной собственностью в различных странах. Дж. Скалли и Д. Слотье (Scully, Slotje, 1991) рассчитали особый индекс, предназначенный для того, чтобы оценить меру защиты прав частной собственности от посягательств государства. Используя указанный индекс, Й. Торстенссон (Torstensson, 1994) обнаружил четко выраженную отрицательную корреляцию между темпами роста ВВП, рассчитанными на душу населения, и «степенью ненадежности» прав частной собственности.

С. Нэк и Ф. Кифер использовали для аналогичных целей рейтинговые оценки частных агентств, предоставляющих информацию зарубежным инвесторам. Их расчеты подтвердили наличие достаточно четкой зависимости между надежностью (прочностью) прав частной собственности (а также основанных на них обязательств) и темпами экономического роста (Knack, Keefer, 1995)<sup>11</sup>. В другой работе К. Клейг, Ф. Кифер,

---

<sup>11</sup> Косвенным подтверждением указанных тенденций могут служить также расчеты множественных регрессий, в которых темпы экономического роста обнаруживают существенную положительную корреляцию с различными индексами

С. Нэк и М. Олсон отмечают, что рейтинговые оценки институциональной структуры утрачивают статистическую значимость, если в качестве одной из независимых переменных в уравнении регрессии вводятся инвестиции; для авторов это обстоятельство служит свидетельством того, что институциональные характеристики частной собственности оказывают влияние на темпы экономического роста как раз через механизмы накопления капитала (см. Clague, Keefer, Knack, Olson, 1997, pp. 77-79).

Иной подход к указанной проблеме основан на сравнении эффективности государственных и частных предприятий, функционирующих в различных секторах экономики. При этом используются критерии эффективности, которые, разумеется, существенно отличаются от рассматривавшихся выше: такие сопоставления могут в лучшем случае выявить преимущества индивидуальных фирм в снижении своих издержек или в повышении нормы чистого дохода.

Исследования, проводившиеся на протяжении последних десятилетий, охватывают довольно широкий круг отраслей: авиационный транспорт (Davies, 1977), автотранспорт (Palmer, Quin, Resendes, 1983; Pashigian, 1976); энергоснабжение (De Alessi, 1977; Peltzman, 1971), водоснабжение (Crain, Zardkoohi, 1980; Morgan, 1977); здравоохранение (Schlesinger, Dorwart, 1984; Wilson, Jadlow, 1982). Подробное сравнение эффективности частных и государственных учреждений проведено также на материалах австралийской банковской системы (Davies, 1981). Различия в эффективности функционирования частных и государственных предприятий исследовались и в развивающихся странах (см., например, Funkhouser, McAvoy, 1979). Из всех этих расчетов следовал более или менее категоричный вывод о сравнительно большей эффективности частных предприятий.

Э. Бордмэн и Э. Вайнинг в своем обзоре рассмотрели более 50 публикаций, посвященных сравнительному анализу государственной и частной собственности. Основной вывод, вклю-

---

либерализации экономики, используемыми в качестве независимой переменной (см., например, de Melo, Denizer, Gelb, 1997; Leblang, 1994).

чающий результаты их собственных расчетов, авторы формулируют следующим образом: «Результаты исследований свидетельствуют о том, что при учете широкого круга факторов [влияющих на эффективность хозяйственных операций – прим. авт.] крупные промышленные фирмы со смешанной собственностью и аналогичные фирмы, полностью принадлежащие государству, обнаруживают существенно меньшую эффективность по сравнению с подобными им частными компаниями» (Boardman, Vining, 1989, p. 29).

Волна интенсивного «дерегулирования» экономики и приватизации, развернувшаяся во многих развитых странах на протяжении 80-х — 90-х годов, также может свидетельствовать о серьезном разочаровании результатами деятельности национализированных (и/или жестко регулируемых) секторов экономики.

### **1.5. Частная собственность в постсоциалистической экономике**

Централизованная социалистическая экономика базировалась на абсолютном господстве государственной собственности<sup>12</sup>. Реализация прав государства как верховного собственника осуществлялась с помощью разветвленного аппарата политического и экономического принуждения.

Переход к новым формам хозяйствования и приватизация многих предприятий знаменовали по существу лишь первый шаг в направлении утверждения современных форм частной собственности. На начальных стадиях развития постсоциалистической экономики, когда резко сокращается сфера центра-

---

<sup>12</sup> И в тех случаях, когда формально провозглашались негосударственные формы собственности, например, колхозная собственность, она во многих случаях практически была почти неотличима от государственной собственности.

лизованного планирования и еще не сформировались механизмы рыночного регулирования, особенно остро ощущается нестабильность складывающихся хозяйственных отношений и отсутствие «культуры контракта».

Формирование дисциплины коммерческих обязательств, необходимого, — хотя, конечно, недостаточного — условия реализации прав частной собственности, представляет собой достаточно сложный процесс, в котором экономические факторы тесно переплетены с социально-психологическими. Важную дисциплинирующую роль, разумеется, должны играть решения суда и устанавливаемые им материальные санкции за невыполнение контрактных обязательств. Заметим, однако, что судебное регулирование обязательств может оказаться эффективным лишь в тех случаях, когда существуют непротиворечивая и достаточно полная система соответствующих нормативных актов, сложилась адекватная судебной-правовой инфраструктура и, что представляется особенно существенным, когда нарушения контрактной дисциплины представляют собой, скорее, исключение, чем общее правило.

В современной экономической теории справедливо подчеркивается особая роль неформальных хозяйственных отношений, при которых отказ фирмы от выполнения своих обязательств так или иначе сопряжен со значительным материальным ущербом. Такие механизмы некоторые экономисты называют «самореализацией» /«самоисполнением» /«самодостаточностью» (self-enforcement) контрактных обязательств (см., например, Klein, 1996). Немалую роль в такой самореализации играет, по-видимому, заинтересованность сторон в поддержании установившихся хозяйственных связей, скажем, стремление сохранить стабильные поставки той или иной фирмы или сохранить благоприятную кредитную историю, доверие со стороны крупного банка. Существенную роль в поддержании дисциплины коммерческих обязательств могут играть и соображения, связанные с поддержанием деловой репутации фирмы.

Несколько иные условия складываются в постсоциалистической экономике.

Во-первых, роль перечисленных выше факторов может проявиться в полной мере лишь тогда, когда участники хозяйственных операций достаточно четко осознают свои долгосрочные интересы. Между тем, на начальных стадиях перехода к рыночной экономике обычно доминируют краткосрочные соображения, причем интенсивная инфляция способствует развитию этой тенденции.

Во-вторых, при усиленном перекачивании средств из прежних гигантов социалистической промышленности в менее приметные на первых порах частные фирмы и банки рациональная стратегия высшего менеджмента нередко сводится к возможно более яркой демонстрации неплатежеспособности крупных «номенклатурных» фирм и подчеркиванию необходимости дальнейшей правительственной поддержки. Соображения, связанные с поддержанием хорошей репутации, в таких условиях вообще могут распространяться лишь на ограниченный круг различных ситуаций<sup>13</sup>.

Базовые отношения, позволяющие беспрепятственно реализовать права собственности (в том числе требования, зафиксированные в соответствующих контрактах), обычно складываются в ходе длительного развития рыночных отношений. При этом предполагается, что государство, которое должно тщательно следить за соблюдением «правил игры», всегда четко выполняет собственные обязательства. Между тем, в современной российской экономике ненадежными оказывались обязательства, которые принимали на себя фактически все участники хозяйственных отношений. Это относится и к государству, которое неоднократно отказывалось от выплаты части предложенных правительством и утвержденных законодательными органами денежных ассигнований (так называемый секвестр бюджета) или от своевременного погашения своих долговых обязательств, и к частным фирмам, не выплачивавшим

---

<sup>13</sup> Как замечает К. Эрроу: «Идея, согласно которой интересы предпринимателя предполагают только заботу о поддержании репутации, в действительности не вполне соответствует действительности: ... обстоятельства всегда будут складываться таким образом, что оказывается выгодным прибегнуть к нарушению правил» (Arrow, 1990, p. 139).

полностью ни своих долгов поставщикам, ни заработной платы наемным работникам.

Ненадежность как государственных, так и частных обязательств резко сужает круг возможных форм организации рыночных отношений. Неверие в прочность таких отношений, складывавшихся в российской экономике на основе современного распределения собственности, заметно сдерживает рост капиталовложений, особенно долгосрочных. В еще большей мере это относится к притоку зарубежных инвестиций. Стремительный рост неплатежей и кризис доверия наносят особенно большой ущерб реализации прав частной собственности в сфере банковского и страхового дела, операций на рынках ценных бумаг, сделок на срок, аренды, финансового лизинга и т.п. Между тем, ключевую роль в переходе экономики на рельсы рыночного развития должно играть ускоренное развитие современной финансово — кредитной системы.

Рассматривая роль финансовых рынков в формировании новых отношений собственности, ограничимся лишь следующим соображением. Рыночный оборот титулов акционерной собственности — ваучеров, а впоследствии и самих акций мог осуществляться лишь на основе определенного доверия к этим финансовым инструментам. Ведь в отличие от некоторых других финансовых обязательств (таких как, например, американские сберегательные облигации) акция не может быть в любое время предъявлена эмитенту к оплате по фиксированному курсу; у них не существует и сроков, обеспечивающих возможность погашения по номиналу. Наконец, не являются гарантированными и выплаты доходов (дивидендов) по этим бумагам. Покупка акций, предполагающая портфельные вложения (речь не идет о приобретении стратегического пакета акций), основана прежде всего на уверенности в том, что в последующий период на вторичном рынке найдется покупатель, готовый приобрести эти ценные бумаги по цене, не приносящей слишком больших потерь тому, кто вступает сейчас во владение ими. Именно активное функционирование таких



рынков укрепляет доверие к котирующимся на них титулам собственности<sup>14</sup>.

В некоторых постсоциалистических странах, включая Россию, медленно складывается и, что наиболее существенно, плохо реализуется в практической жизни система нормативных актов, предусматривающая материальную ответственность предпринимателей по своим обязательствам. Как правительство (федеральные и особенно местные органы власти), так и мощные лоббистские силы в законодательном собрании всемерно тормозят осуществление процедуры принудительного банкротства в отношении крупных («знаковых») промышленных предприятий и финансовых учреждений.

Поэтому даже в тех случаях, когда судебные органы пытаются произвести принудительное взыскание платежей по контрактным обязательствам, они оказываются практически бессильными<sup>15</sup>. В подобных условиях недостаточно четко определенными оказываются и те права частной собственности, которые инвестор предполагает реализовать в последующий период. Ситуация еще более ухудшается в связи с резким усилением «общей неопределенности», характеризующим переход от по-своему упорядоченных отношений централизованного управления к политической демократии и к утверждению экономических свобод.

Таким образом, особенности политического и экономического развития некоторых стран в постсоциалистический период порождают специфическую ситуацию, когда приватизация ряда государственных предприятий и распространение новых частных фирм не сопровождаются развитием адекват-

---

<sup>14</sup> Ряд аргументов, подкрепляющих тезис, согласно которому в переходной экономике особенно важную роль должно играть доверие к кредитным учреждениям, можно найти в статье Calvo, Frankel, 1991.

<sup>15</sup> В ходе опроса предпринимателей (328 предприятий в крупнейших российских городах) предлагалось восемь 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, Murrel, Ryterman, 1998, p. 27). Жалобы на неисполнение решений судов можно встретить и во многих официальных заявлениях руководителей Высшего арбитражного суда России.

ного механизма инфорсmenta прав собственности, т.е. механизма, который обеспечивал бы достаточно надежную реализацию отношений, предполагаемых правами частной собственности. Поскольку сплошь и рядом невыполненными оказываются и контрактные обязанности, которые берут на себя участники хозяйственных операций, по крайней мере частично утрачивает смысл определение частной собственности через остаточные права (по отношению к условиям, оговоренным в контракте). Для того чтобы в сегодняшней российской экономике реализовать как права, оговоренные в контракте, так и остаточные права, требуются чрезвычайно большие (во многих случаях «запретительные») издержки. Иначе говоря, до настоящего времени «надежные обязательства» (credible commitments) не превратились в прочную основу развития рыночных отношений.

В таких условиях ряд собственников прибегает к схемам «частного инфорсmenta», когда принуждение к выполнению обязательств осуществляется специфическими частными институтами (мафиозными или полумафиозными группировками, собственными службами безопасности, разнообразными «фондами поддержки правоохранительных органов» и т.д.). Дальнейшая логика развития этого процесса довольно очевидна: как только некоторые фирмы стали прибегать к услугам частных «инфорсеров», остальным предпринимателям оставалось только последовать их примеру. Принимая во внимание радикальность средств, используемых в случаях подобного «инфорсmenta», оказывается, что иногда сама угроза оказывает давление, приводящее к выполнению обязательств.

Общественные затраты, связанные с подобными схемами осуществления инфорсmenta, непомерно высоки. Вместе с тем, на функционировании экономики пагубно сказывается также избирательный характер такого «обеспечения прав» собственника и произвольность шкалы «взысканий», во многих случаях просто переходящих в уголовные преступления. На место конфликта, который должен был бы разбираться арбитражным судом, приходят «разборки» между мафиозными группировками.

В принципе не вызывает сомнений тезис, согласно которому переход функций инфорсmenta прав частной собственности к государству обеспечивает не только снижение затрат в связи с экономией на масштабах (см. North, 1981), но и требующееся единообразие «правил игры». Весь вопрос заключается в том, что для такого перехода требуются не только более прочные традиции «рыночной цивилизации», а также иная политико-правовая инфраструктура, но и — применительно к современной России — просто иное направление в развитии хозяйственных процессов, все более ограничивающее распространение «двойной бухгалтерии» и налоговых недоимок, коррупции, неплатежей со стороны государства, бартерных операций и т.д.

Вместе с тем, в России с самого начала перестройки процессы рыночного перераспределения собственности в пользу более эффективных владельцев — по объективным и субъективным причинам — тормозились особенностями «инсайдерской» приватизации, затруднявшими процесс отеснения номенклатурных «красных директоров», а также неоднократно пересматривавшимися списками предприятий, которые вообще не могут быть приватизированы (а в ряде случаев не могут быть проданы иностранным покупателям). Дополнительные препятствия на пути перехода собственности к крупным предпринимателям, имеющим иностранное гражданство или просто базирующимся в других регионах России, сегодня все чаще воздвигают местные органы власти<sup>16</sup>. Одновременно крупные частные акционеры — аутсайдеры, тем или иным способом получившие доступ к корпоративному контролю, также в подавляющем большинстве случаев пока не стали «генераторами» экономической эффективности (см. главу 2).

---

<sup>16</sup> Дополнительные возможности в этой области обеспечивает отсутствие системы действительно независимых учреждений, обеспечивающих ведение реестра акционеров, а в некоторых случаях и доверительное хранение акций владельцев. В развитых странах Западной Европы обязанности учреждения - регистратора, как правило, оказываются «чисто номинальными» (Teweles, Bradley, Teweles, 1992, p. 310), тогда как в России от поведения фирм, ведущих реестр, нередко существенно зависит исход борьбы за приобретение стратегического пакета акций.

Тем самым формирующаяся частная собственность продолжает сохранять «нерыночный» характер, а перераспределение такой собственности происходит по политическим и прочим мотивам, которые нередко слабо связаны с какой-либо заботой об эффективном использовании приобретаемого имущества.

На финансовых рынках, характеризующихся информационной эффективностью, рыночная цена акции должна совпадать с той оценкой последующего потока (дисконтированных) денежных доходов, которая наиболее точно учитывает всю имеющуюся информацию. Чем полней реализуется информационный элемент цены, тем более благоприятны условия для рыночного перераспределения собственности в пользу эффективного владельца. При этом краткосрочные колебания цен, разумеется, могут иметь многочисленные отклонения от «фундаментальных» характеристик (см. Black, 1986), но в долгосрочном движении рыночных цен неизменно проявляется действие важнейших («глубинных») экономических факторов. Эмпирические исследования финансовых рынков в развитых странах свидетельствуют о том, что, исходя из реакции рынка ценных бумаг, в большинстве случаев можно составить представление о предстоящих изменениях эффективности и рентабельности соответствующей фирмы (см., например, Healey, Paley, Ruback, 1990).

Действие этого механизма в современной российской экономике наталкивается, прежде всего, на «непрозрачность» всей финансовой отчетности фирм. Лишь немногие инвесторы могут получить сколько-нибудь надежные сведения о реальных прибылях и убытках, а особенно о перспективах развития тех фирм, акции которых котируются на рынке. Даже в тех случаях, когда отсутствует намеренное искажение данных, широкое распространение расчетов в бартерной форме придает отчетности об итогах хозяйственной деятельности фирмы достаточно условный, трудно «расшифровываемый» характер<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Изучение факторов, влияющих на цены российских акций, наталкивается на крайнюю ограниченность сколько-нибудь надежных статистических данных. И все же некоторые расчеты, по-видимому, могут свидетельствовать о том, что относительные цены акций нефтяных компаний отражали не столько различия в хозяйственной эффективности указанных фирм (различия, которые могли найти

Отсутствие механизмов, которые могли бы обеспечивать бесперебойную реализацию прав собственности и ненадежность складывавшихся денежных обязательств, конечно, серьезно ограничивали сферу действия механизмов рыночного регулирования эффективности. И все же уже на начальных стадиях перехода к рыночной экономике начинается радикальная реорганизация хозяйственной деятельности приватизируемых предприятий, причем наиболее оперативное и гибкое приспособление к новым условиям неизменно демонстрируют те фирмы, операции которых основаны на беспрепятственной реализации прав частной собственности. Эмпирические исследования, проведенные на протяжении последних лет, демонстрируют, что в постсоциалистической экономике частные фирмы по большинству изучавшихся характеристик превосходили те предприятия, которые оставались в государственной собственности (см., например, Barberis, Boycko, Shieifer, Tsukanova, 1996; Earle, Estrin, 1997; Claessens, Djankov, 1997; Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997, а также главу 2).

Сопоставления такого рода исходят из критериев функционирования индивидуального предприятия. Между тем, эффективность функционирования всей экономики в целом в качестве одного из необходимых условий предполагает согласование и координацию действий различных участников. Такое согласование должна осуществлять система товарных и финансовых рынков. Недостаточно эффективная координация может проявиться в невозможности обеспечения реализации прав частной собственности в связи с неплатежеспособностью ряда участников (а в условиях отсутствия должной финансовой дисциплины — и в связи с нежеланием участников выполнять свои обязательства). «Выпадение» отдельных звеньев в цепи взаимных обязательств ставит под угрозу платежеспособность многих партнеров<sup>18</sup>.

---

отражение в их балансах), сколько контролируемые компаниями «удельные» (разведанные) запасы нефти.

<sup>18</sup> Имитации в рамках эконометрических моделей могут свидетельствовать о том, насколько высока чувствительность современной системы платежей к возникающим в ней «сбоям» (см. McAndrews, Wasilyev, 1995).

Ненадежность хозяйственных обязательств, формирующихся в постсоциалистической экономике, в последнее время особенно наглядно проявлялась в «эпидемическом» распространении кризиса неплатежей. Отсутствие эффективных процедур банкротства и действенных санкций за нарушение контрактных обязательств побуждает как частные, так и государственные предприятия бесконечно оттягивать сроки своих платежей (в условиях интенсивной инфляции подобная стратегия может обеспечивать особенно большие доходы). На определенном этапе развития этот процесс неизбежно приобретает кумулятивный характер. В случае резкого ослабления рыночной дисциплины на смену неплатежеспособности отдельных предприятий (обязательства которых должны были бы быть урегулированы с помощью процедуры банкротства) приходит развал всей системы расчетов и платежей.

В обычных условиях Центральный банк выступает в качестве кредитора «последней инстанции», а, если потребуется — «конечного плательщика», осуществляющего регулирование денежных расчетов. Возможности такого регулирования, однако, значительно сужаются в условиях, когда в роли крупнейшего неплательщика оказывается само государство. Паллиативные меры, предпринимаемые в таких условиях, обычно направлены на «расшивку» некоторых узлов в сети взаимных денежных расчетов; наибольшую поддержку в ходе такого урегулирования платежных обязательств получают, как правило, сравнительно менее эффективные «номенклатурные» предприятия.

Вместе с тем, отказ правительства от выплаты средств бюджетным организациям как бы легитимизировал действия миллионов потребителей, в свою очередь отказывавшихся платить квартирную плату, переводить деньги коммунальным службам и т.д.

Острый кризис платежной дисциплины не мог не завершиться крахом гигантской пирамиды государственных долгов и отказом государства и крупнейших частных банков от своевременного погашения обязательств перед зарубежными и внутренними кредиторами.

Переход к более эффективному функционированию постсоциалистической экономики предполагает прежде всего более четко выраженную политическую волю к контролю за соблюдением «правил игры» всеми участниками, к общему укреплению рыночной дисциплины, а вместе с тем переход к осуществлению долгосрочной стратегии, направленной на формирование системы, обеспечивающей условия «самореализации» контрактных обязательств и централизованный инфорсмент прав частной собственности.

## Глава 2. Формирующаяся структура собственности и тенденции установления корпоративного контроля

### 2.1. Приватизация как фактор формирования модели корпоративного управления: сравнительный анализ

В переходных экономиках известны несколько основных моделей приватизации: массовая программа приватизации (МП), модель инсайдеров, модель установления единовременного мажоритарного контроля. Особое место (практически во всех странах) занимает модель смешанного (частно-государственного) контроля. Существуют также специфические для отдельных стран модели, такие как модель «социально-ориентированной» собственности, модель «стандартных продаж» по открытой подписке и модель «case-by-case»<sup>19</sup>. Рассмотрим более подробно основные из них<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Речь идет о первоначально реализованных моделях (на первом этапе приватизации) без учета последующего перераспределения собственности. Предполагается также, что та или иная модель доминировала при приватизации в конкретной стране, однако возможны и комбинированные схемы. Наличие очень большого объема литературы по данному вопросу (часть из которой указана в библиографии) позволяет ограничиться только краткими характеристиками в контексте общей задачи работы.

<sup>20</sup> В частности, использованы данные CEEPН, 1996; The World Bank, 1996, ch. 3.



(1) Массовая программа приватизации (МП). Принцип бесплатного наделения граждан частью государственной собственности не стал всеобщим в Восточной Европе, поэтому значение МП для последующего управления приватизированными предприятиями было неодинаковым в различных государствах. Наиболее широко эта модель применялась в России, Чехословакии (после распада единого государства — в Чехии), Литве, Монголии. Во многих других странах МП проводилась позднее (Албания, Армения, Грузия, Казахстан, Молдова, Словения, Румыния в программе 1995 г., Узбекистан, Украина), находится в стадии подготовки (Болгария, Белоруссия, Польша) или осуществлена для очень небольшой части акций узкого круга предприятий (Эстония, Латвия, Румыния в программе 1991 г.).

В некоторых странах такие схемы не использовались принципиально (бывшая ГДР, Венгрия<sup>21</sup>, Македония, Таджикистан, Узбекистан).

Наиболее масштабная МП среди стран Центральной и Восточной Европы осуществлялась в Чехословакии. Предполагалось, что распределение ваучеров одновременно приведет к появлению множества мелких акционеров и росту нескольких инвестиционных фондов. Это даст толчок развитию рынка капиталов, последующей концентрации собственности у активных инвесторов и — в итоге — эффективности корпораций.

Основой предложения на купонных аукционах в Чехии стали акции 988 предприятий (больше всего: строительства — 132 и пищевой промышленности — 102; меньше всего: химии — 7 и кожевенной промышленности — 5) в ходе 1-ой волны приватизации и 681 — во 2-ой (включая 185 предприятий, чьи активы были не полностью реализованы в ходе 1-ой волны), оцениваемых по балансовой стоимости в 355 млрд. крон.

Исходя из данных по распределению уставного капитала 948 госпредприятий, находившихся в собственности Чешской

---

<sup>21</sup> Венгерский проект предусматривал возможность получения каждым совершеннолетним гражданином беспроцентного кредита в 100 тыс. форинтов на 5 лет по аналогии с действующей системой кредитования трудовых коллективов под выкуп госимущества.

республики и включенных в 1-ую волну массовой приватизации, можно сказать, что лишь 13% из них реализовывали за купоны менее половины акций, 17% — от 51 до 75% акций, остальные 70% — более 3/4 акционерного капитала. В среднем в ходе 1-ой волны приватизации чешские предприятия выставили для продажи за купоны 62% акций, словацкие 74%.<sup>22</sup>

Ключевую роль в купонной приватизации сыграли 434 инвестиционных приватизационных фонда (ИПФ) в период 1-ой волны приватизации, когда Чехословакия была единым государством и 353 в период 2-ой, которая проходила только на территории Чехии. Происходила концентрация инвестиционных пунктов (ИП) купонных книжек в относительно небольшом числе ИПФ. В целом, население инвестировало в них 71.8% всех пунктов в ходе 1-ой волны массовой приватизации и 64% — в ходе 2-ой. Инвестиционный банк через учреждение инвестиционной компании создал 11 ИПФ, фирма «НСаС» — 8. В ходе 1-ой волны приватизации 13 крупнейших инвестиционных групп аккумулировали 55.4% всех ИП или 77.63% от собранных всеми ИПФ, 7 групп — 46.1% и 64.7% соответственно, а ставшая рекордсменом группа Чешского Сберегательного банка (ЧСБ) — 11.1% и 15.6%. В ходе 2-ой волны приватизации вышеупомянутые 13 групп смогли привлечь 40.65% всех ИП, новым лидером стал Агробанк, чей ИПФ смог аккумулировать 5.2% ИП.

Вследствие концентрации распыленной посредством купонных книжек собственности в ИПФ высококонцентрированная структура сложилась не только в чешской экономике в целом, но и на уровне отдельных предприятий. Из 842 предприятий, продававших за купоны более 50% акций, мелким акционерам-индивидуалам принадлежит более половины капитала только в 32.3% случаев, ИПФ — в 39.7%. При этом группа из максимум 5 крупнейших фондов имеет более 50% акций на 32.3% предприятий. На первый взгляд может показаться, что концентрация не так велика. Но если проанализировать относительную силу различных типов инвесторов,

---

<sup>22</sup> В России по законодательству - 29%, на практике - в среднем около 20% акций.

имеющих более 1% акций, при голосовании на общем собрании акционеров, то оказывается, что группа из максимум 5 крупнейших фондов контролирует 754 предприятия, а 146 компаний контролируется единственным фондом. Картина может быть дополнена следующим фактом: если группа из 3 фондов имеет более 50% акций только на 85 предприятиях, то еще в 495 компаниях она обладает долей меньшей, чем 50%, но большей, чем другой инвестор, владеющий долей капитала, оставшейся после вычитания доли мелких акционеров.

Чехословацкое законодательство об ИПФ (апрель 1992 года) запрещает последним владеть более чем 20% акций одного предприятия и помещать в него более 10% своих активов. Причем группа фондов, созданная одним учредителем, не может владеть более чем 40% акций одного предприятия. Такие внешне достаточно жесткие ограничения на практике довольно гибки, позволяя минимизировать риск инвесторов, в то же время дают ИПФ возможность эффективно контролировать предприятия, являющиеся объектом инвестиций. Среди общей массы ИПФ происходит выделение фондов стратегического контроля.

Сложность классификации деятельности чешских ИПФ с точки зрения практики стран с развитой рыночной экономикой заключается в следующем. С одной стороны, в ходе купонной приватизации выявилась их роль, как самостоятельных субъектов корпоративного управления и участников финансового рынка, что позволяет говорить о тяготении чешского опыта к англо-американской модели корпоративного управления. С другой стороны, не может не обращать на себя тот факт, что учредителями значительной части ИПФ являлись бывшие государственные банки и страховые учреждения, приватизированные лишь частично.

Последнее обстоятельство дает основание говорить, что возникшая на волне купонной приватизации в Чехии система ИПФ аналогична той роли, которую играют банки в экономике Германии. Имеется и некоторое сходство с типично венгерской системой «перекрестной» собственности государственных и смешанных банков и промышленных предприятий. Пре-

вратятся ли чешские ИПФ в действительно независимый институт рыночного хозяйства, какие возможны здесь сдвиги после полной приватизацией банков, покажет будущее.

Если в Чехии был взят курс на стимулирование концентрации собственности в ИПФ для последующего более эффективного корпоративного управления в интересах изначальных владельцев купонных книжек, то в Монголии ситуация оказалась иной. В этой стране фондам-посредникам было запрещено участвовать в массовой приватизации, и итогом стало образование очень мощного сектора инсайдеров среди владельцев акций. В Польше и Румынии было создано жестко определенное число инвестиционных фондов для, по сути, «административного» распределения части акций предприятий. Во всех этих случаях (создания фондов) одной из основных проблем является практически нигде не созданная система контроля как за фондами, так и за их контролерами со стороны государства («кто сторожит сторожа»).

Польский проект в первоначальном варианте (апрель 1993 года) предусматривал получение пенсионерами и госслужащими акций 10-20 крупных инвестиционных фондов, которые, в свою очередь, смогли бы приобрести акции 240-600 госпредприятий. После прихода в Польше в сентябре 1993 г. к власти коалиционного правительства социал-демократов и крестьянской партии программа предыдущего правительства по массовой приватизации неоднократно корректировалась. В окончательной редакции список предприятий под нее был определен в 512 единиц, которые аккумулируют около 10% экономических активов страны. Идея организации на 10-летний срок 15 НИФ (национальных инвестиционных фондов) под управлением иностранных и национальных банков, польских специалистов осталась в силе. На первом этапе НИФ должны участвовать в управлении предприятиями и в их реструктуризации как представители государства. По Торговому кодексу эти НИФ являются АО, по роду деятельности — брокерами. Определены и принципиально важные для корпоративного управления пропорции распределения уставного капитала предприятий, включенных в программу МП: 60% ак-

ций у НИФ, 25% — у государственного казначейства, 15% бесплатно передается работникам предприятий. При этом каждый НИФ является стратегическим инвестором (33% акций) в 34-35 отобранных предприятиях, а в остальных — пассивным инвестором. С октября 1996 г. началась продажа миноритарных (1,9%) пакетов акций 480 предприятий (между НИФ), что еще до начала самой МП ведет к концентрации собственности у НИФ-стратегических инвесторов.

Каждый взрослый гражданин Польши за 8 долларов мог приобрести «универсальный сертификат на акции» (universal share certificate) в физической форме на предъявителя. К концу ноября 1996 г. его получили 95% граждан (25.6 млн. чел.), а стоимость сертификата на рынке к этому времени была в 8 раз выше номинала. Эти сертификаты в первой половине 1997 г. можно было конвертировать в акции НИФ. В целом же МП предусматривает три вида реализации акций: акции НИФ за сертификаты, акции НИФ свободно за деньги и свободно за деньги акции самих 512 АО. В силу этого в 1996 г. в Торговый кодекс 1934 г. внесены специальные поправки, повышающие уровень прозрачности эмитентов.

Схожий механизм МП предусматривался в Румынии (создано 5 инвестиционных фондов).

В целом принято считать, что роль МП для будущего корпоративного управления первоначально остается «размытой» (неопределенной), возможно в большой мере негативной, хотя в среднесрочном плане все зависит от практического решения дилеммы «дисперсия ваучеров (чеков, пунктов и т.п.) — концентрация собственности».

(2) Модель инсайдеров. Эта модель основана на приобретении приватизируемого предприятия целиком или доминирующей доли в его капитале занятыми на нем работниками и менеджерами (совместно или отдельно) с разбиением этой доли на индивидуальные акции с формальным правом последующей купли-продажи. Такая практика получила довольно широкое распространение в Польше, Румынии, Словении и Хорватии. В России и Грузии эта модель, по сути, стала официальной «субмоделью» (с большими легальными льготами

работникам) в рамках МП. В Литве и Монголии ситуация была аналогичной, однако развивалась спонтанно (работники и члены их семей использовали ваучеры для покупки акций предприятий на «открытом» рынке).

Отнюдь не все страны, использовавшие этот метод, предоставляли инсайдерам большие льготы. Максимальные льготы предусмотрены в России (3 варианта, по одному из которых работники получали 51% акций) и в Грузии (51% акций за ваучеры и денежные льготы). Еще одним исключением была Словения, где персонал приватизируемого предприятия мог получить бесплатно 20% акций, а еще 40% — за половину стоимости по закрытой подписке.

В остальных странах льготы были гораздо скромнее. Например, в Польше по закону от 13 июля 1990 года члены трудового коллектива предприятия могли претендовать на 20% акций за половину стоимости, а по проекту закона о массовой приватизации (май 1993 года) — на 10%. Существовали также возможности на общих основаниях подать свой вариант плана приватизации в Министерство преобразования собственности в расчете на возможное разрешение им выкупа (в рамках приватизации путем коммерциализации) или аренды (в рамках ликвидационной приватизации) предприятия в целом, что на практике использовалось весьма широко для небольших и средних предприятий.

В Германии к маю 1993 г. было приватизировано разными способами 11 900 крупных компаний. 20% из них выкуплены менеджерами, и только 1/10 от всех сделок такого рода включала и выкуп работниками. Некоторые исследователи отмечают, что при таких сделках (как и при продажах аутсайдерам) особенно остро встает проблема контроля за исполнением обязательств. Так, в 1996-1997 гг. вызывала сомнение законность около 20%(!) сделок, заключенных Опекунским ведомством Германии в период приватизации.

В Венгрии, помимо планов ESOP (система, при которой акциями фирмы владеют сотрудники фирмы), участие работников предприятий в приватизации было поставлено на возмездную основу при помощи организации приватизационного

кредита и кредита «Экзистенция». С 1 февраля 1993 года процентные ставки по кредиту «Экзистенция» были снижены с 16.6 до 6 — 7%, увеличен максимальный срок его погашения с 10 до 15 лет, равно как и срок пользования им на беспроцентной основе — с 2 до 3 лет с момента предоставления. В Чехословакии, ввиду достаточно широкой общественной поддержки планов купонной приватизации и негативного отношения к льготам для работников предприятий, отведенная им доля акций была ограничена 10%. В Болгарии для работников доля по льготным условиям составляла 20%.

По каждой из восточноевропейских стран оценки фактического участия работников и менеджеров предприятий в их приватизации довольно сильно отличаются друг от друга из-за несовпадения временных периодов, слабости статистической базы, различий в массивах предприятий, которые участвуют в выборке при проведении опросов и исследований. Результаты многих исследований показывают, что, несмотря на наличие в обществе как сторонников, так и противников, опирающихся в своих взглядах на достижения мировой экономической теории и разнообразные практические примеры, собственность работников заняла определенную нишу в рамках переходной экономики. Эволюция этого сектора (рост или сокращение) будет зависеть от дальнейшего хода и результативности мероприятий экономической реформы, от политической ситуации и состояния законодательства.

Влияние этой модели на корпоративное управление, как правило, негативно, хотя некоторые исследователи отмечают более широкие информационные возможности инсайдеров для контроля за деятельностью менеджеров. Очевидно, что последний тезис в специфических условиях переходной экономики состоятелен лишь чисто теоретически (тем более что и сами менеджеры — не что иное, как наиболее влиятельные инсайдеры).

(3) Модель единовременного мажоритарного контроля. Эта модель основана на единовременном или, по крайней мере, не растянутом по времени установлении мажоритарного контроля над предприятием со стороны «внешнего» собственника

(имеющего свыше 50% голосующих акций). Такая практика была характерной для относительно небольшой группы восточноевропейских стран, но отнюдь не для России. Хотя это наиболее медленный способ приватизации, его преимущества для эффективного корпоративного управления достаточно очевидны. Западным аналогом (и образцом) для этой модели является хорошо опробованный в Великобритании и Чили метод «case by case»<sup>23</sup>.

Эта наиболее простая с точки зрения корпоративного управления модель получила широкое распространение лишь в Венгрии и Эстонии. В бывшей ГДР ее можно считать основной для более 8 000 предприятий, но лишь в сочетании с выкупом предприятий менеджерами и ликвидацией. В Чехии эта модель была наиболее весомой после массовой приватизации (32% предприятий, но 5% стоимости всех предприятий). В Польше за 5 лет было заключено лишь около 200 сделок такого рода.

Дальнейшее развитие предприятия в случае осуществления данной модели приватизации зависит от природы инвестора, становящегося обладателем основной доли капитала, а также от примененного метода приватизации. Как правило, она осуществляется через аукцион, конкурс или прямую продажу, где предпочтение получает, как правило, «внешний» инвестор, зачастую как-либо связанный с предприятием. Особой разновидностью этого метода (которая лимитируется состоянием фондового рынка) является публичное предложение акций на рынке, включая биржу (30 предприятий в Польше, Армения).

Наиболее интересным аспектом данной модели в практике стран Центральной и Восточной Европы является прямая продажа приватизируемых предприятий иностранным инвесторам на определенных условиях: осуществления капиталовложений, частичной оплаты покупки поставками современного технологического оборудования, последующего роста экспорта, сохранения минимального уровня занятости. Именно эти усло-

---

<sup>23</sup> В чистом виде последний метод только начинает применяться в странах переходной экономики при продаже зарезервированных стратегических предприятий (пакетов акций)



вия и определяют дальнейшую стратегию развития таких предприятий. Тем более в тех случаях, когда речь идет о крупных западных корпорациях, осуществляющих свою долгосрочную стратегию освоения всего региона Центральной и Восточной Европы.

(4) Модель «социально-ориентированной» собственности. Эта специфическая модель приватизации характерна для некоторых стран, образованных после распада Югославии (бывшей СФРЮ). Фактически можно говорить о наследии федеральной идеологии и федерального законодательства в Хорватии, Македонии и Словении. Типичным примером является Хорватия, где приватизация проводилась по закону от 23 апреля 1991 г. («О трансформации предприятий, находящихся в общественной собственности»). Предусматривалась такая последовательность: (а) частное размещение акций для занятых на предприятии; (б) открытые торги; (в) непроданные акции передавались в социальные фонды (две трети — в Хорватский приватизационный фонд (ХПФ) для последующих продаж, «грантов» жертвам войны и др., одна треть — в государственные аграрный и промышленный пенсионные фонды).

Эти продажи разделены на два этапа. До марта 1993 г. занятые могли приобрести 100% акций предприятий, после — только 50%. До марта 1993 г. было создано 1621 АО, в т.ч. полностью продана половина (822 АО). Общим итогом этого этапа стала покупка 70-80% полностью приватизированных АО группами работников предприятий и менеджеров. К сентябрю 1996 г. на полностью приватизированных АО контроль принадлежал инсайдерам в 1000 АО, внешним инвесторам — в 300 АО (к последним относятся в основном государственные фонды, а также банки и компании, принадлежащие менеджерам АО).

Открытые торги проводились на Загребской фондовой бирже, однако они стали по сути дополнением к выкупу акций инсайдерами (менеджерами). Это было связано с полным отсутствием каких-либо требований к раскрытию информации эмитентами перед продажами.

В целом к 20 сентября 1996 г. указанными способами приватизировано 54% акционерного капитала. ХПФ владел контрольным пакетом в 228 АО и миноритарными долями акций в 1012 АО (т.е. в целом 25% всего акционерного капитала Хорватии). 5% акций зарезервировано для реституций. В марте 1996 г. был принят новый приватизационный закон, предусматривающий «полноценные» продажи. В 1997-1998 гг. предполагалось осуществление массовой приватизации (для 3,5 млн. чел.) и продажа (через «инвестиционные пункты» и создаваемые ИПФ) 50-60% акций, оставшихся у ХПФ.

В Македонии формальное начало приватизации относится к 1989 г. (по закону бывшей Югославской Федерации «Об общественном капитале»). Реально приватизация проводилась в 1993-1996 гг. по закону «О трансформации предприятия с общественным капиталом». Предполагалось, что коммерческий «case by case» подход сразу повысит эффективность создаваемых АО. При начале приватизации 15% акций любого предприятия автоматически переходили в Пенсионный фонд (как неголосующие привилегированные с 2% дивиденда).

К концу октября 1996 г. полностью приватизировано 896 средних и крупных предприятий, и 297 крупнейших предприятий находились в процессе приватизации. Итогом приватизации стало доминирование инсайдеров на 80% предприятий.

Словения также начинала приватизацию на базе законов бывшей Югославской Федерации «О компаниях» и «О социальном капитале». В соответствии с последним законом рабочие советы и менеджеры сами принимали решение, приватизировать их предприятие или нет. Еще в декабре 1990 г. были созданы Агентство по приватизации и Фонд развития. Для «внутреннего пользования» применялись схемы выкупа инсайдерами, для «внешнего» (иностранцам) — прямые продажи.

В ноябре 1992 г. с принятием закона «О трансформации собственности компаний» была поставлена тройная задача: провести быструю приватизацию; перейти от «самоуправления» и «социальной собственности» с неясной структурой к

частным компаниям с четкой структурой собственности; обеспечить концентрацию собственности. Предусматривался также выпуск сертификатов (в 1993 г.) для их использования гражданами при всех методах приватизации в 1995-1996 гг.

Тем не менее избранные методы приватизации прямо противоречили по крайней мере двум последним поставленным целям. Так, была принята следующая система: 40% акций — инсайдерам за деньги со скидкой 50%, 20% — инсайдерам за сертификаты (без права продажи в течение двух лет); 20% — в Фонд развития (80 инвестиционных фондов в 1994 г. собирали сертификаты у граждан и на них в 1995-1996 гг. выкупали эти акции у фонда); 10% — в компенсационный фонд; 10% — в пенсионный фонд.

Реальным итогом такой схемы стало безусловное доминирование инсайдеров на 80% всех полностью приватизированных АО. Сложившаяся в Словении структура собственности на приватизированных АО выглядит следующим образом:

- 42% — инсайдеры (менеджеры и работники);
- 20% — аутсайдеры – инвестиционные фонды (в значительной степени контролируемые банками);
- 20% — государственные фонды (компенсационный и пенсионный);
- 18% — мелкие аутсайдеры (здесь также присутствуют менеджеры АО).

С некоторыми оговорками эта структура похожа на структуру собственности в «типичном» российском приватизированном предприятии. Соответственно очень сходны и типичные корпоративные конфликты (см. ниже).

Практически во всех странах с переходной экономикой необходимо отметить такие проблемы, как связь приватизации с изменением властных отношений в обществе (в частности, проблема реституции), масштабы приватизации; отсутствие рациональной рыночно-конкурентной среды; огромные технические сложности; необходимость идеологического выбора; отсутствие на стартовом этапе необходимой институциональной инфраструктуры; высокий уровень коррупции и иных криминальных явлений.

Хотя России не пришлось решать в ходе приватизации такие проблемы, как реституции или заметный региональный сепаратизм, в российских условиях разработка и реализация приватизационной политики особенно усложнялась в силу действия (более весомого по сравнению с другими странами переходной экономики) следующих факторов:

— во-первых, параллельно с процессом выбора глобальных моделей, на микроуровне происходит спонтанный перевод государственных предприятий и имущества в иные формы собственности (коллективные и частные, или же квази-коллективные и квази-частные).

— во-вторых, высочайший уровень концентрации наравне с отсталостью многих секторов российской промышленности препятствуют проведению эффективной и социально «мягкой» структурной перестройки до и в ходе приватизации;

— в-третьих, и это, на наш взгляд, особенно важно, именно приватизация и проблемы преобразования собственности являются той областью экономических реформ, где политический и популистский прессинг наиболее тяжел.

Политический фактор в приватизационной политике, в частности, самым непосредственным образом усиливает противоречивость и нестабильность законодательной базы, что проявляется в отсутствии единого правового подхода, одномоментном действии противоречащих друг другу нормативных актов, частой смене тактических установок и моделей, принятии в ряде конкретных случаев актов, дающих той или иной стороне эксклюзивные права вне рамок законодательства, возможность отмены уже принятых решений. Более того, высочайшая степень политизации приватизационного процесса в России и, следовательно, конфликтно-компромиссный характер его развития обуславливают выбор приватизационной модели, ориентированной на максимальное достижение социального компромисса. Это, в свою очередь, ведет к исключительно высокому уровню транзакционных издержек как в ходе реализации приватизационных программ, так и впоследствии при осуществлении сделок, связанных с перераспределением собственности.

На постприватизационной стадии развития предприятий значение политического фактора (особенно для крупнейших предприятий) также остается исключительно велико. Это прямо касается и проблем корпоративного управления.

Если 1985-1989 гг. можно охарактеризовать как период косметических изменений действовавшей системы, когда любые альтернативные формы собственности рассматривались лишь в контексте «многоукладной социалистической экономики» с доминирующим госсектором, то 1990-1991 гг. — это годы более систематических реформ или, что точнее, более систематических концепций прорыночных преобразований. Заметный сдвиг произошел в идеологических подходах к вопросам собственности в целом и реформирования соответствующих отношений в частности. Последнее проявлялось и в содержании рассматривавшихся программ, и в принятом в этот период законодательстве. Одновременно — на фоне продолжающихся дискуссий о допустимости альтернативных форм собственности и методах приватизации — резко активизировался спонтанный процесс: номенклатурно-бюрократический, номенклатурно-территориальный, «коллективный», «менеджеральный» и др.<sup>24</sup>

Вне зависимости от содержательных оценок рассматриваемого процесса, 1992 год войдет в историю России как год старта крупномасштабной реформы в сфере отношений собственности на основе разработанного приватизационного законодательства. Если 1993-1994 годы стали временем интенсивного наращивания «критической массы» соответствующих количественных преобразований, то для 1995-1998 гг. были характерны в сущности неудачные попытки перехода к новой — «денежной» — приватизационной модели<sup>25</sup>.

Наиболее интенсивно «инициативно-добровольная» приватизация (по крайней мере подача заявок) происходила в 1993 г., а для 1994-1996 гг. характерно неуклонное и стабиль-

---

<sup>24</sup> См. также: Radygin, 1992.

<sup>25</sup> О первом (чековом) этапе российской приватизации подробно см.: Радьгин, 1994; Boyko, Shleifer, Vishny, 1995; Radygin, 1995. О втором (денежном) этапе подробно см.: Bohm, 1997; Radygin, 1996, ИЭППП, 1995-1999.

ное снижение темпов вовлечения новых объектов. Одновременно в результате массовой приватизации 1992-1994 гг. в распоряжении государства осталось такое количество пакетов акций предприятий, проблема продажи которых стала ключевой как для собственно приватизационной политики 1995-1998 гг., так и для интенсивного лоббирования в этой сфере.

С точки зрения либерального крыла правительства, дополнительным стимулом к распродаже пакетов стал общепризнанный факт несостоятельности государства как управляющего федеральными пакетами в имеющихся объемах и в современных экономических реалиях. Вместе с тем, задача организации эффективных продаж указанных пакетов стала заведомо неразрешимой по следующим причинам:

- бюджетные соображения требуют продавать «больше, дороже и быстрее»;

- соблазн продать сразу многие пакеты наталкивается на отсутствие адекватного платежеспособного спроса и прямую угрозу краха фондового рынка;

- продажа пакетов акций наиболее привлекательных предприятий сегодня экономически крайне неэффективна в силу очевидной недооценки их активов и одновременно трудна по причинам многостороннего лоббирования и начавшегося в некоторых отраслях передела «влияний» под видом организационно-правовых реорганизаций;

- наиболее убыточные непроданные предприятия (пакеты) необходимо продавать для снижения расходного бремени бюджета, но вряд ли найдутся покупатели;

- наконец, наличие чисто политических факторов, связанных с выборами и нежеланием предоставлять оппозиции аргументы для критики.

Итогом применявшихся в России приватизационных моделей в краткосрочном периоде стало возникновение на многих приватизированных предприятиях неопределенной структуры собственности, когда ни одна из групп акционеров не получила устойчивого большинства в акционерном капитале, опасаясь при этом любых возможных изменений в нем и противодействуя им.

## **2.2. Основные этапы перераспределения собственности в 90-е годы и способы консолидации корпоративного контроля**

В новейшей российской истории можно выделить следующие основные этапы перераспределения собственности:

- спонтанный приватизационный процесс (1987-1991 гг.);
- массовая приватизация (1992-1994 гг.);
- постприватизационное перераспределение собственности (концентрация распыленных акций приватизированных предприятий с 1993 г. как наиболее общий процесс; залоговые аукционы 1995 г.; войны «олигархов» 1997 г.; переход от наиболее диких к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала в 1996-1998 гг.).

Общим позитивным итогом сложного и противоречивого процесса формирования постприватизационной структуры собственности в России стала прежде всего постепенная стабилизация (упорядочивание структуры) прав собственности: от аморфной и дисперсной структуры к появлению явных (формальных, основанных на праве собственности) или скрытых (неформальных, основанных на реальной власти в корпорации) полюсов корпоративного контроля. Этот процесс был тесно связан с позитивными изменениями в сфере рынка ценных бумаг, норм корпоративного права, законодательства в целом.

По оценкам ФКЦБ, в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25% российских корпораций, в начале 1998 г. — в 50%. Хотя даже в первой половине 1998 года еще нельзя было говорить о реальном экономическом эффекте такой стабилизации (тем более что перераспределение продолжалось, и система в целом оставалась нестабильной), тем не менее, на наш взгляд, предпосылки уже имели место. Финансовый кризис 1998 г. существенно изменил ситуацию.

Прежде всего необходимо выделить наиболее общие направления постприватизационного перераспределения собственности, которые выявились в 1993-1998 гг.:

— агрессивная либо «согласованная» скупка различных по размеру пакетов акций на вторичном рынке (у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков);

— лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей (остаточная приватизация, доверительное управление и др.);

— добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы.

При этом для первых лет постприватизационного перераспределения собственности (1993-1996 гг.) характерны самые разнообразные приемы, связанные со сделками на первичном (приватизационном) и вторичном рынках. Хотя и применительно к 1997-1999 гг. нельзя сказать об очень заметном прогрессе в области защиты прав акционеров, но именно в этот период — 1993-1996 гг. — нарушения корпоративного законодательства как следствие борьбы за контроль приобрели наиболее «дикие» формы.

Следует также отметить, что указанные процессы характерны преимущественно для той части российских предприятий, по поводу которых, во-первых, потенциально могли возникнуть конкурентные отношения инсайдер-аутсайдер (т.е. рентабельных или перспективных), и, во-вторых, сама дирекция имела конкретные стратегические планы на будущее. Если же дирекция продолжала пассивное существование, мало ин-

---

<sup>26</sup> Приведем некоторые примеры нарушения прав акционеров, типичные для менеджеров российский АО в 1993-1996 гг.: устанавливается минимальная величина пакета акций, позволяющая претендовать на избрание в управляющие органы АО; информация об общем собрании утаивается или умышленно задерживается; устанавливаются разнообразные высокие сборы и комиссионные (за участие в собрании, за регистрацию сделок по купле/продаже акций, за предоставление копий документов и т.п.); вводится голосование поднятием рук вместо голосования по принципу «одна акция - один голос»; выпускаются «особые» (отличные от предусмотренных законодательством привилегированных) акции, дающих право на «особые» дивиденды; формируются «карманные» советы директоров, состоящих из директора, главного бухгалтера и некоторых других руководителей АО; препятствия продаже акций предприятия на сторону; скупка этих акций за счет АО по заниженной цене у мелких акционеров; эмиссия и размещение новых выпусков акций подставным лицам без ведома акционеров по заниженной цене; манипуляции с реестром акционеров накануне собраний; отказ в



тересуясь дальнейшей судьбой АО, то перспективами АО могли стать в лучшем случае — поглощение аутсайдером, в худшем — использование активов АО дирекцией для личных нужд.

По сути, базовым конфликтом всех этих лет *был конфликт между старыми менеджерами, ожесточенно отстаивающими свои позиции, и потенциальными «захватчиками» контроля.* Это касалось большинства российских предприятий, хотя и по разным причинам (финансовые потоки и прибыль, ведение счетов, экспортная ориентация, земельный участок и иная недвижимость, сегмент рынка или отраслевая специализация, представляющие интерес для зарубежной компании аналогичного профиля и др.).

В России борьба менеджеров за контроль (помимо чисто криминальных методов) осуществлялась с помощью следующих методов<sup>27</sup>:

— опциона на 5% акций и закрытой подписки (первый вариант льгот) или закрытой подписки (второй вариант льгот) в процессе приватизации;

— покупки акций АО на приватизационных конкурсах и аукционах;

— покупки акций фирмами (фондами), принадлежащими менеджменту;

— выкупа акций АО самим АО, в том числе с последующей продажей выкупленных акций работникам и администрации (ее компаниям) для увеличения доли «инсайдеров» в ущерб внешним акционерам<sup>28</sup>;

---

регистрации; продажа имущества АО по заниженной стоимости через подставных лиц (фирм) без ведома акционеров и т.д.

<sup>27</sup> Следует иметь в виду, что некоторые из этих методов утратили актуальность с завершением приватизационных процедур, другие стали невозможны в 1996-1999 гг. в силу появления правовых ограничений.

<sup>28</sup> Так, по данным одного из опросов ФКЦБ (ФКЦБ, 1996b), в 1995 г. из 172 опрошенных АО 41% респондентов отметил факт скупки своих акций. При этом 62% из компаний, которые скупала свои акции, указывали, что акции были проданы затем работникам и администрации. По официальным данным Госкомстата РФ, на 1 января 1997 г. 5474 обследованных АО (только с государственным участием, включая РАО «ЕЭС России» и «Ростелеком») эмитировали 67,6 млрд. акций, из которых 0,02% (или 16,8 млн. штук) были

- контроля части или всех акций работников (через коллективный траст в форме закрытого АО и др.);
- траста на управление госпакетом акций;
- контроля за реестром акционеров (особенно для АО с числом акционеров менее 500), а также ограничения доступа к реестру акционеров или манипуляций им;
- изменения размера уставного капитала АО, в том числе целенаправленное уменьшение (разводнение) доли конкретных «чужих» акционеров через размещение акций новых эмиссий на льготных условиях среди администрации и работников, а также «дружественных» внешних и псевдо-внешних акционеров;
- общей стратегии распыления акционерного капитала в целом для затруднения скупки акций потенциальным «захватчиком»;
- покупки «остаточных» пакетов акций в ходе денежной приватизации (многие менеджеры увеличивали «свои» пакеты даже в том случае, если не было конкуренции аутсайдеров);
- скупки акций работников;
- введения различных материальных и административных санкций по отношению к работникам-акционерам, намеревающимся продать свои акции «постороннему» покупателю;
- альянсов менеджеров-акционеров с «дружественными» аутсайдерами;
- привлечения местных властей для введения административных ограничений деятельности «чужих» посредников и фирм, скупающих акции работников;
- судебных исков, «поддерживаемых» местными властями;
- введения ограничений (квот) владения акциями в уставе;
- организации контроля за рынком акций данного АО (через инфраструктуру и др.).
- использования асимметрии информации в борьбе с «агрессорами» или имеющимися уже внешними акционерами;

---

выкуплены обществом у акционеров, 1% (656 млн. штук) передан в траст или в холдинг, 0,005% (3,5 млн.) передано в залог (Кобринская, 1997).

— организации размещения дополнительных эмиссий по принципу «узкого горла» (в недоступных местах и в ограниченный период времени);

— осуществления фиктивных банкротств с последующей скупкой продаваемых активов.

Очевидно, что стратегия и мотивы существенно различаются в зависимости от субъекта, заинтересованного в конкретном пакете. Так, например, даже для узкого круга крупнейших российских нефтегазовых компаний первоначальная стратегия отсекающая чужих акционеров была совершенно различной: у НК «ЛУКОЙЛ» — максимальное распыление выпущенных акций и последующая скупка через дочерние и дружественные компании, у РАО «Газпром» — установление жестких административных лимитов для аутсайдеров и организация двойного рынка (внутреннего и зарубежного) своих акций, у НК «Сургутнефтегаз» — использование собственного пенсионного фонда для «самовыкупа» акций и попытки размывания доли аутсайдеров через новые эмиссии, у НК «ЮКОС» — «дружественное» поглощение банком, затем легализованное размывание государственной доли с использованием схем реструктуризации задолженности федеральному бюджету.

Большинство из указанных приемов с равным успехом применялась и аутсайдерами, заинтересованными в захвате контроля. Если для эмитентов рынок ценных бумаг является прежде всего одним из способов консолидации собственного контроля, то мотивы аутсайдеров гораздо более многообразны. В частности, мотивы инвестирования в корпоративные ценные бумаги коммерческих банков в 1992-1998 гг. (при всех известных правовых и финансовых ограничениях) можно сгруппировать следующим образом:

— установление контроля над конкретным перспективным приватизируемым предприятием (чаще всего для ведения счетов, контроля финансовых потоков, экспортной выручки и т.п.);

— покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;

— скупка акций приватизированных предприятий в пользу крупных иностранных и отечественных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);

— политика поглощений для последующей минимальной реструктуризации и перепродажи;

— получение пакета акций в качестве компенсации за долги;

— перераспределение в свою пользу части доходов от продажи акций, принадлежащих государству;

— обладание своеобразным «страховым фондом» (учитывая, что государство не допустит банкротства промышленных гигантов и, скорее всего, пойдет даже на субсидии или какие-то льготы, которыми может воспользоваться и внешний акционер);

— владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора<sup>29</sup>.

Что касается других институциональных инвесторов, то корпоративные ценные бумаги были слабо представлены в структуре их инвестиционных портфелей<sup>30</sup>. Страховые компании и пенсионные фонды (за исключением дочерних структур некоторых крупных корпораций) традиционно ориентировались на государственные ценные бумаги. Некоторым исключением являлись чековые инвестиционные фонды, которые в силу своего происхождения стали держателями относительно крупных пакетов акций приватизированных предприятий. Чаще всего эти фонды выполняли брокерские функции: перепродавали акции целенаправленно менеджерам предприятий или передавали последним акции в траст, составляли портфели для

---

<sup>29</sup> Подробно см.: Radygin, 1997. По данным Центрального банка России, в начале 1998 г. в корпоративные ценные бумаги и уставные капиталы других организаций было вложено 3,9% активов коммерческих банков. Инвестиции через дочерние компании банковских холдингов не поддаются точной оценке (первые попытки ввести консолидированную отчетность предприняты в июле 1998 г.). Наибольшие проблемы при этом возникают тогда, когда банк не является материнской компанией холдинга, а лишь входит в финансово-промышленную группу на одном из уровней контроля.

<sup>30</sup> Подробно см.: ФКЦБ, 1997.

иностранных инвесторов. Некоторые фонды действовали как портфельные инвесторы спекулятивной направленности. Только очень небольшая часть этих фондов, созданных опять же крупными корпорациями, являлась долгосрочным держателем пакета акций материнской корпорации в интересах консервации контроля. Паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления как сравнительно новая разновидность коллективных инвесторов пока вряд ли могут рассматриваться как серьезный институт в контексте процессов перераспределения собственности.

В рамках и на фоне общего процесса консолидации контроля в российских корпорациях можно выделить по крайней мере *два существенных подэтапа*.

Во-первых, для конца 1995-1997 гг. характерна специфическая фаза постприватизационного перераспределения собственности, связанная с завершением передела собственности *в ряде ключевых компаний России*. В некоторых из них уже была достигнута договоренность между основными центрами влияния, и консолидация контроля носила безболезненный характер (НК «ЛУКойл», НК «Сургутнефтегаз»). В других компаниях финальная стадия консолидации контроля затянулась в силу продолжавшегося противостояния заинтересованных сторон (федеральные и региональные власти, естественные монополии, крупнейшие банки и промышленные предприятия), интенсивного лоббирования, а также сохранения в государственной собственности крупных пакетов акций. В силу этого целый ряд крупнейших сделок этого периода сопровождался громкими скандалами («Связьинвест», «Норильский никель», крупные нефтяные компании).

Практическим воплощением этого процесса стали залоговые аукционы 1995 г. и выкуп заложенных пакетов в 1997-1998 гг., войны «олигархов» 1997 г., легализованное размывание государственных долей, конвертация долгов в ценные бумаги, продажа дебиторской задолженности, доверительные схемы, скупка векселей, манипулирование дивидендами по

привилегированным акциям и др.<sup>31</sup> Катализаторами данных процессов выступали как президентские выборы (1996 и 2000 гг.), так и более долгосрочные финансово-экономические интересы соперничающих группировок.

Во-вторых, со вступлением в силу Закона «Об акционерных обществах», появлением целого ряда других нормативно-правовых документов, некоторым улучшением ситуации в сфере исполнения законодательства<sup>32</sup> в 1996-1999 гг. все чаще используются и чисто *процедурные приемы*, в том числе с нарушением корпоративного законодательства:

— акционеры не уведомляются вообще, либо уведомляются не в установленный законом срок о собраниях акционеров, либо не уведомляются о существенных вопросах повестки дня собраний;

— советы директоров не переизбираются на общем собрании, как этого требует законодательство;

— внешние инвесторы под различными предлогами не допускаются в советы директоров, которые носят «закрытый» для чужих характер;

— осуществляется противодействие независимому аудиту финансовой деятельности АО, на котором настаивают внешние акционеры;

— не соблюдаются процедурные требования голосования на общих собраниях;

— ущемляются права мелких акционеров при распределении дивидендов;

— нарушаются права акционеров при обмене акций (введении единых акций холдинга).

Тем не менее наиболее широко используемым способом избавления от аутсайдеров остается размывание доли «чужих» акционеров — как в Совете директоров, так и в уставном ка-

---

<sup>31</sup> Подробно см.: ИЕТ, 1998; Radygin, 1997.

<sup>32</sup> В данном случае речь идет даже не столько о реальных успехах в сфере информента или положительных сдвигах в судебной системе, сколько о декларативном ужесточении мер к нарушителям и использовании методов показательного-демонстрационного характера (в силу объективной невозможности контролировать все нарушения).

питале эмитента — в пользу крупнейших акционеров (холдинга). Для этого могут применяться и производные механизмы: конвертируемые облигации, дробление или консолидация акций, переход на единую акцию и др. В холдингах в случае наличия у аутсайдера права вето (свыше 25% голосующих акций) на дополнительную эмиссию применяются так называемые трансфертные цены и перераспределение активов между материнской и дочерними компаниями без учета интересов мелких акционеров.

Наиболее известны конфликты 1997-1998 гг. в нефтяных компаниях «ЮКОС» (перевод средств из дочерних компаний), «Сиданко» (попытка выпуска и размещения конвертируемых облигаций по цене ниже рыночной для размещения среди дружественных структур), «Сибнефть» (перевод активов в холдинг и дискриминация мелких акционеров дочерних компаний при переходе на единую акцию).

К нарушениям прав акционеров можно отнести и широко распространенные действия менеджеров по бесконтрольной «перекачке» активов АО в свои личные компании и на свои счета в России и за рубежом, а в лучшем случае — установление себе за пределами высоких окладов (при многомесячных невыплатах заработной платы рядовым работникам-акционерам и/или невыплате дивидендов). Причиной такой активности является прежде всего неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля, которая и стимулирует менеджмент к подготовке «золотых парашютов».

### **2.3. Изменения в структуре собственности в 90-е гг. и проблема эффективного собственника**

В целом для современного процесса перераспределения собственности характерны две параллельные базовые тенденции: укрепление менеджеров (как акционеров или же субъектов, реально контролирующих предприятие) и растущее «вторжение» аутсайдеров. При этом общим фоном такого перераспределения является дальнейшая концентрация собственности.

Рассматриваемые проблемы характерны не только для России, но и для других стран с переходной экономикой.

В странах, где с самого начала был взят курс на привлечение внешних (квази-внешних) инвесторов, борьба за контроль по понятным причинам не получила заметного развития. Точно также интенсивность этой борьбы за контроль в АО ниже в тех странах, где модель массовой приватизации привела в итоге к концентрированной собственности с прозрачной структурой владения акциями (Чехия).

В итоге наиболее острая борьба развернулась там, где доминировала «распыленная» собственность как итог массовой приватизации или инсайдеровской модели (в рамках или независимо от массовой приватизации). Крупные акционеры, в том числе инсайдеры-менеджеры, продолжают скупать акции у мелких. В Албании — при минимальных льготах инсайдерам — немедленно вслед за массовой приватизацией началась волна перепродаж акций мелкими акционерами более крупным, причем преимущественно неофициально (минуя Центр регистрации акций). В Македонии борьба за контроль и, соответственно, концентрация собственности, наиболее быстрыми темпами происходит в АО, где структура владения не является «аморфной», а тяготеет к менеджерам (их «командам»). В Польше в тех 853 компаниях, которые были созданы занятыми в рамках «прямых продаж», доминирующей тенденцией является концентрация капитала в руках менеджеров. В Словении менеджеры развернули поистине войну против аутсайдеров, вплоть до внесения в уставы АО различного рода ограничений их прав.

К специфическим особенностям борьбы за контроль в странах с переходной экономикой следует отнести и некоторые ее инструменты:

— обмен пакетами акций между инвестиционными фондами (Чехия), между государственными социальными фондами, банками (Хорватия);

— использование института доверительного управления для государственных пакетов акций (Россия);



— консолидация (в том числе перекрестная) акций разными способами в замкнутых отраслевых, региональных, межотраслевых, межрегиональных группах предприятий (Россия, Венгрия).

Показательная (в том числе для России) тенденция отмечается в Польше. В соответствии с польским законодательством разрешены как именные, так и предъявительские, как обыкновенные, так и привилегированные акции. Именно последние были особенно популярны в первые годы приватизации как давно известное средство удержания контроля в АО. Потребовалось несколько лет для осознания того факта, что это отталкивает потенциальных инвесторов, готовых к прямым вложениям на основе дополнительных эмиссий. С середины 90-х гг. многие польские АО, заинтересованные в инвестициях, начали сокращать долю привилегированных акций<sup>33</sup>.

*Применительно к российской практике*, видимо, имеет смысл отождествлять (в духе трактовки американской SEC применительно к инсайдеровским сделкам) такие категории, как:

— «инсайдеры» (внутренние акционеры) – «менеджеры» и «крупные акционеры»;

— «аутсайдеры» (внешние акционеры) – «мелкие акционеры» (до 10% акций, т.е. не имеющие возможности процедурного давления и с которыми, соответственно, могут не считаться менеджеры и крупные акционеры).

Один из нюансов российской ситуации состоит в том, что в России мониторинг крупных сделок (соответственно крупного участия в акционерном капитале) с низкой эффективностью осуществляется *только в целях антимонопольного регулирования*. В то же время такой мониторинг (прозрачность участия) не менее важен для предотвращения инсайдеровских сделок в ущерб «внешним»/«мелким» акционерам, не получающим доступа (в отличие от менеджеров/крупных акционеров) к не раскрываемой публично информации об АО.

---

<sup>33</sup> См.: Bohm, 1997.

С точки зрения динамики структуры акционерного капитала необходимо выделить следующие ключевые тенденции (таблица 1):

— сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 гг.<sup>34</sup>;

— стабилизация или рост доли администрации (менеджмента)<sup>35</sup>;

— значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов (которая тем не менее возросла медленнее в 1996-1998 г. по сравнению с 1994-1995 гг.);

— стабилизация или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц);

— последовательное сокращение доли государства.

В целом можно сделать вывод о совокупном сокращении доли внутренних акционеров (за счет снижения доли рядовых работников) и росте доли внешних и псевдо-внешних акционеров в капитале АО.

*Таблица 1.*

**Структура владения акциями в российских АО в 1994-1999 гг. (данные различных обследований), %\***

	(1)			(2)			(3)			(4)		
	Итог прив.	1994	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1995	1997	1999
<b>1. Внутренние всего</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>58,5</b>	<b>51,6</b>	<b>51,3</b>
— работники	47	44	43	53	43	40	56	39	40	48,5	39,5	36,3
- дирекция	19	22	12	9	13	16	9	16	18	10	12,1	15
- коллективный траст	-	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>2. Внешние всего</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>33,6</b>	<b>31,7</b>	<b>41,3</b>	<b>45,3</b>
2.1. Юридические лица всего			23	11	21	25	-	23	24,5	20,7	23,6	22,8

<sup>34</sup> Отмеченное в опросе (3) (таблица 1) увеличение доли работников в 1995-1996 гг. связано, скорее всего, с сознательной политикой дирекции, направленной на распыление акций дополнительных эмиссий среди работников в целях предотвращения установления внешнего контроля.

<sup>35</sup> По всей видимости, отмеченная в опросе (1) (таблица 1) тенденция к формальному сокращению доли менеджеров связана с распылением акционерного капитала в 1995-1996 гг. Также можно предположить, что часть акций, полученных менеджерам в рамках закрытой подписки и на вторичном рынке, была "переведена" в другие компании во избежание социальной напряженности (или частично продана реально внешним акционерам). В целом это не означает, конечно, утраты контроля со стороны менеджеров.

	(1)			(2)			(3)			(4)		
	Итого прив.	1994	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1995	1997	1999
- банки	-	-	2	-	1,5	-	-	1	1,6	1,6	1,2	1,7
- инвестфонды	3	5	5	-	6	-	-	6	5	7,2	4	5,2
- поставщики, покупатели и др. фирмы	-	-	3	-	3	-	-	5	3	8,1	12,9	11,8
- холдинги и ФПГ	-	-	3	-	1	-	-	1	2,6	3,5	4,9	3,4
- другие	-	-	10	-	9,5	-	-	10	12,3 2	0,3	0,6	0,7
2.2. Физические лица	3	6	8	10	11	9	-	9	6	9,6	13,2	15,6
2.3. Иностранцы	-	-	2	-	1	-	-	1	1,6	1,7	5,1	7,6
<b>3. Государство</b>	<b>20</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>9,5</b>	<b>6,5</b>	<b>2,7</b>
Всего*	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) — Опрос 1994 г. охватывает 88 приватизированных предприятий Москвы, Санкт-Петербурга, Урала и Нижнего Новгорода. Опрос в 4-м квартале 1995 г. — 1-м квартале 1996 г. охватывает 312 приватизированных предприятий (12 отраслей промышленности) Москвы, Санкт-Петербурга, Урала и Нижнего Новгорода. Коллективный траст не отмечен в других опросах и в другие годы. Данные Ноттингемского университета. Источник: Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997, с. 87.

(2) — Сводная оценка А. Радыгина на основе данных опросов 1994-1996 гг. Госкомимущества РФ (400 предприятий), ФКЦБ и группы мониторинга фондового рынка ФКЦБ (250 и 889 предприятий), ИЭПП (174 предприятия), которые в совокупности охватывают все регионы России. В строках «юридические лица» и «физические лица» реально приводятся данные о крупных и мелких внешних акционерах. При этом следует учитывать, что мелкие акционеры для 1994 г. и для 1995 г. — до 5% уставного капитала, для 1996 г. — до 1% акций. Приведенные показатели рассчитаны как невзвешенная средняя арифметическая, но отсутствие весов не должно, видимо, играть значимой роли, так как размеры предприятий, входивших в выборку, примерно сопоставимы (нет мелких и крупнейших АО). Подробно см.: Радыгин, Гутник, Мальгинов, 1995; Radygin, 1996b.

(3) — Опросы группы Дж. Блази 1994 (143 предприятия), 1995 (172 предприятия), 1996 гг. Источники: ФКЦБ, 1996в; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, p. 193. Данные за 1995 г. различаются в зависимости от квартала, здесь приведены данные за IV квартал: см. ФКЦБ, 1996в.

(4) — Опросы Российского экономического барометра охватывают в 1995 г. 138 предприятий промышленности (опрос по заказу ИЭПП), в 1997 г. — 139 (в т.ч. 46 присутствуют в обоих опросах), 1999 г. — прогноз опрошенных. Источник: Aukutsionek, Kapeliushnikov, Zhukov, 1998.

\* В строгом смысле многие приведенные данные несопоставимы с точки зрения анализа ежегодных изменений структуры собственности, так как даже ежегодные данные основаны на разных (в опросе (1)), или мало пересекающихся (в опросах (2) и (4)) базах данных. В отношении опросов (3) нет точной информации об использованных ежегодных базах.

Тем не менее значительное совпадение результатов на один и тот же период в разных опросах позволяет сделать вывод о **высокой степени достоверности** этих обобщенных в таблице цифр с точки зрения **общих тенденций** динамики структуры владения акциями на средних и крупных приватизированных предприятиях России. Важно также, что основным объектом практически всех

указанных выше опросов являются « типовые » российские промышленные предприятия (средние и крупные), что также позволяет экстраполировать (с рядом оговорок) вытекающие из этих данных тенденции на всю российскую промышленность.

Структура владения акциями в крупнейших российских АО, безусловно, отличается от « типовой » (таблица 2). Для них характерны:

- высокие доли участия ФПГ и холдингов, включая государственные;
- существенно меньшая (против « типовой ») доля занятых всех типов;
- относительно высокая доля нерезидентов различных типов.

Таблица 2.

**Структура владения акциями в 100 крупнейших российских компаниях в 1997 г., %\***

Типы акционеров	%
Все работники АО	22
в т.ч. рядовые работники	20
администрация	2
в т.ч. среди всех работников доля управляющих всех уровней	5
в т.ч. генеральный директор	0,5
Акции, проданные работниками в течение последних 12 месяцев	6
Эмитент (представители эмитента)	21,8
Все внешние акционеры	57,6
в т.ч. государство или государственный холдинг	20,6
в т.ч. государство	6,5
государственный холдинг	14,1
Средние доли всех (в т.ч. одного среди всех внешних) крупных внешних акционеров (в порядке убывания):	
Российские коммерческие предприятия, всего	16,7 (10,5)
Российские инвестиционные фонды, всего	11,7 (10,5)
Иностранные компании, всего	11,7 (11,1)
В т.ч. (отдельные типы):	
Российские предприятия-поставщики АО	10,0 (22,8)
Российские ФПГ или негосударственные холдинги	10,0 (33,0)
Российские коммерческие банки	6,7 (17,0)
Иностранные банки	6,7 (9,3)
Российские предприятия-покупатели продукции АО	3,3 (16,4)

Иностранные инвестиционные/пенсионные фонды	3,3 (14,0)
Российские пенсионные фонды	1,7 (1,0)
СПРАВОЧНО:	
Процент АО, в которых есть крупный внешний акционер (более 5%)	88
Среднее число крупных внешних акционеров АО (ед.)	2,5
Средняя доля собственности крупного внешнего акционера	15,3
Медианное значение средней доли крупного внешнего акционера	12,6

\* Приведены средние данные о некоторых выборочных группах акционеров, которые в совокупности не составляют 100% уставного капитала компаний.

Источник: Хорошев, 1998 (по данным Brunswick Warburg).

Конечно, любая количественная оценка будет достаточно условной, если учесть значительное присутствие среди формальных внешних акционеров компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам АО или дружественным по отношению к ним. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов АО. На практике такие коммерческие предприятия (холдинги) часто представляют собой не что иное, как созданного дирекцией торгового посредника для мобилизации прибыли АО, которая в том числе используется и для выкупа акций АО при приватизации и на вторичном рынке. Аналогичные механизмы хорошо известны, например, в Словении и других странах.

Что касается иностранных инвесторов (и в «типовых», и в крупнейших АО), то главной проблемой здесь остается идентификация реального происхождения инвестиций. Во многих случаях речь идет лишь о репатриации вывезенных из России капиталов.

В целом, несмотря на постепенную концентрацию владения акциями и рост доли внешних акционеров *в капитале АО*, их *роль в управлении АО* пока неадекватна их возрастающей доле в капитале АО. Безусловно, по мере увеличения доли аутсайдеров в капитале АО, их возможности — в том числе с использованием защитных правовых механизмов — будут усиливаться.

Важно также обратить внимание еще на одну принципиальную тенденцию. Для второй половины 90-х годов характерен специфический *процесс слияния функций менеджеров и*

*аутсайдеров* в российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся и акционерами в корпорации, аутсайдеры по мере консолидации контроля начинают функционировать в качестве менеджеров. Этот процесс носит конфликтный характер и пока не играет решающей роли, однако в перспективе имеет важнейшее значение для сглаживания пока острейших корпоративных конфликтов и дальнейшей стабилизации прав собственности в корпорациях.

Некоторым косвенным подтверждением этому являются данные о смене менеджеров в 100 крупнейших российских АО (Хорошев, 1998). Так, 50% генеральных директоров этих АО вступили в должность после 1992 г., причем 25% — в 1997 г. До вступления в должность они в 36,4% случаев вообще не работали в данных компаниях, в 45,5% случаев — занимали должность заместителя генерального директора и в 18,2% случаев — иную должность в данной компании.

Доля государства в акционерном капитале большинства предприятий (за исключением стратегических отраслей и ряда крупнейших АО) фактически не играет ключевой роли. Если дирекция и часть внешних крупных акционеров могут быть отнесены к «активным» группам акционеров, то к наиболее «пассивным» группам акционеров относятся именно государство и рядовые работники предприятий.

Среди наиболее существенных тенденций, связанных с возникновением такой структуры, необходимо выделить по крайней мере следующие.

Если происходит процесс концентрации собственности, то рано или поздно — и по мере развития правовой базы — формируется относительно прозрачная система корпоративного контроля с доминирующими «ядрами» акционеров. Наиболее принципиальным в этой связи является вопрос *о роли концентрированной собственности* в повышении эффективности корпорации и корпоративного управления в постприватизационный период.

Очень часто именно концентрированная собственность (концентрированный контроль) в разных формах указывается в качестве основного экономического механизма корпоратив-

ного контроля, который формирует базу для реального влияния инвесторов. Концентрированный контроль усиливает правовую защиту и позволяет минимально апеллировать при возникновении проблем к судебным решениям. В большинстве стран с переходной экономикой — с разной степенью успеха, законодательно или на уровне идеологии, через обязательные схемы или спонтанным путем — ориентировались на модель концентрированной собственности. На уровне гипотезы предполагалось, что модель корпоративных отношений, которая базируется на более концентрированной структуре собственности и незначительной роли инсайдеров (как работников, так и менеджеров), будет благоприятствовать прогрессу в области финансов и экономической эффективности. Эта гипотеза фактически устанавливала связь между моделью корпоративного управления (контроля), эффективностью такого управления и эффективностью предприятия.

Как показывает практика<sup>36</sup>, результаты реализации этой идеологии оказались крайне противоречивы, а предварительные оценки не могут быть достоверными на уровне обобщений.

С одной стороны, имеющиеся данные Леонтьевского центра (Санкт-Петербург) позволяют говорить о более высокой

---

<sup>36</sup> Теория, в свою очередь, не дает однозначного ответа на этот вопрос. По некоторым имеющимся оценкам, результаты исследования корреляции между концентрацией собственности, контролем за управлением и ростом курсовой стоимости акций компании даже в странах со стабильной рыночной экономикой весьма неоднозначны (Грэй, Хэнсон, 1994). Некоторые из них подтверждают, что концентрация собственности приводит к улучшению работы корпораций в развитых отраслях с несложной технологией. Другие исследователи, изучающие предполагаемые теорией причинно-следственные связи, выдвигают гипотезу о том, что структура владения скорее зависимая, чем независимая переменная. Есть также предположение о том, что в некоторых отраслях промышленности высококонцентрированное владение полезно, тогда как в других наоборот, но рынок всегда подтолкнет фирму к оптимальному решению. Некоторые нюансы существуют также в зависимости от размера корпорации (Demsetz, Lehn, 1985). Вместе с тем, концентрация собственности в корпорации имеет и издержки, связанные с возможными конфликтами интересов между крупными и мелкими акционерами (описанная в литературе проблема общего и частного интереса). Таким образом, вряд ли возможен какой-либо однозначный вывод, тем более применительно к нестабильной переходной экономике.

эффективности приватизированных предприятий в промышленности России (таблица 3). При этом прослеживаются следующие закономерности: (1) «глубокоприватизированные предприятия» эффективнее «среднеприватизированных», а обе группы приватизированных предприятий эффективнее государственных предприятий; (2) показатели эффективности предприятий, приватизированных в 1993 г., выше, чем у предприятий, которые были вовлечены в этот процесс в 1994-1995 гг. Если предположить, что уровень концентрации владения акциями выше на тех предприятиях, которые были вовлечены в приватизационный процесс раньше (что в целом соответствует общероссийской тенденции), то с некоторой долей условности можно говорить и о большей эффективности предприятий с концентрированной собственностью.

Таблица 3.

**Сравнение финансово-экономических интегральных показателей эффективности государственных и приватизированных предприятий промышленности в России по отраслям за 1995 г.\***

Наименование отраслей	Интегральный показатель эффективности		
	Государственные предприятия	Предприятия (АО) с долей государства свыше 25%	Предприятия (АО) с долей государства менее 25%
1. Черная металлургия	0.384	0.644	0.505
2. Цветная металлургия	0.534	0.259	0.726
3. Химическая промышленность	0.309	0.533	0.895
4. Машиностроение	0.128	0.696	0.922
5. Строительные материалы	0.178	0.807	0.775
6. Легкая промышленность	0.292	0.461	0.681
7. Пищевая промышленность	0.229	0.488	0.852
8. Медицинская промышленность	0.288	нет данных	0.727

\* Фактическая выборка составила 2438 предприятий на базе Регистра Госкомстата РФ, в том числе: 575 государственных предприятий, 596 приватизированных предприятий с долей государства более 25% и 1267 приватизированных предприятий с долей государства менее 25%.

Интегральный показатель эффективности рассчитан на базе четырех показателей экономической эффективности (производительность труда, рентабельность продукции, фондоотдача, оборачиваемость оборотных средств) и



четырёх показателей финансового состояния (коэффициенты автономии, маневренности, обеспеченности собственными оборотными средствами и текущей ликвидности). Интегральный показатель вычислялся по каждой группе предприятий и оценивал данную группу по комплексу характеристик в целом. По своему смыслу интегральный показатель представляет собой достигнутый по данной группе уровень характеристик (индивидуальных показателей). Уровень каждого индивидуального показателя нормирован по сравниваемым группам предприятий от «0» до «1»: «0» — худшее значение среднего показателя, «1» — лучшее. Детальная методика расчета изложена в Приложении 2 к указанному ниже источнику.

Источник: Леонтьевский центр, 1996.

Другим косвенным подтверждением большей эффективности предприятий с высоконцентрированной собственностью могут быть приводимые целым рядом исследователей сравнительные данные 1995-1997 гг. о деятельности предприятий с разными типами доминирующих собственников. Во многих случаях наилучшие показатели хозяйственной деятельности свойственны тем предприятиям, где собственность сконцентрирована у менеджеров на небольших и средних предприятиях и некоторых типов аутсайдеров на крупных предприятиях, хотя есть и противоположные данные (см.: Aukutsionek, Kapeliushnikov, Zhukov, 1998; Клепач, Кузнецов, Крючкова, 1996; Earl, Estrin, Leshchenko, 1995).

Многочисленные факты деятельности мажоритарных собственников (как менеджеров, так и аутсайдеров) в ущерб интересам развития корпораций также хорошо известны. Набор обвинений достаточно стандартен и может быть в равной степени применен к собственникам предприятий в других странах с переходной экономикой: стремление контролировать только финансовые потоки и экспортные операции, неоправданное раздробление предприятия, распродажа или сдача в аренду активов в ущерб акционерам и предприятию, позиция «free rider» при решении стратегических задач, отношение к своему пакету акций как объекту спекуляции, использование пакета как залога под кредиты и т.д. В особенности это касалось финансовых институтов, ставших акционерами в ходе и после приватизации.

Одним из объяснений такой ситуации, по крайней мере в России, могут быть следующие соображения. Если «аморф-

ная» система корпоративного контроля (т.е. отсутствие видимых признаков контроля даже при наличии контроля неформального) консервируется, то это чревато для предприятия потерей ориентиров даже среднесрочного развития и отсутствием инвесторов. Проблема состоит в том, что при аморфной системе — хотя бы и с реальной концентрацией контроля у какого-либо субъекта — исчезают как ответственность за состояние дел в корпорации, так и контроль за «ответственными» со стороны акционеров. Одновременно нет и внешних механизмов контроля (правовых и рыночных) для обеспечения такой ответственности. Отсутствуют и столь важные для привлечения инвестиций отработанные механизмы защиты прав инвесторов.

Соответственно с точки зрения дальнейших институциональных изменений большое значение имеет определенность в вопросе об *«эффективном (ответственном) собственнике»*, ставшем в последние годы одним из мифологических персонажей многих официальных программ и концепций.

В целом проблема «эффективного собственника» в большой мере связана и с макроэкономическими условиями, налогообложением, наличием эффективной системы исполнения контрактных обязательств и т.д. Парадоксальным явлением в ряде стран с переходной экономикой, в том числе в России, стало возникновение дуалистичного восприятия самого понятия «эффективный собственник».

Наиболее примитивная трактовка (свойственная, например, официальной идеологии государственных ведомств) отождествляет «эффективного собственника» и «владельца (частного) крупного или контрольного пакета акций». Отсюда вытекает понятная и простая с точки зрения бюрократии задача «механического конструирования» новых ответственных собственников. На определенной стадии «конструирования» такого собственника оказывается, что «эффективный собственник» (будь то владелец определенного пакета акций или сохраняющий контрольные позиции менеджер) не является эффективным с точки зрения формальной логики государства: не платит заработную плату работникам, не платит налоги, не заинтере-

сован в развитии предприятия, создает дочерние компании для «выкачивания» активов, оставляя лишь «юридическую оболочку» АО, и т.д.

Одновременно этот же собственник (держатель контрольных функций) является эффективным как конкретный экономический агент с учетом той конкретной среды, в которой он вынужден функционировать (сверхвысокие и запутанные налоги, бартер, наличные расчеты, криминальное окружение, стремление потенциальных «внешних акционеров» установить контроль лишь ради захвата финансовых потоков АО и др.). В данном случае он эффективен, так как он максимизирует прибыль именно как собственник (держатель контрольных функций) в заданных ему конкретных условиях, защищая АО от внешних факторов дестабилизации.

Конечно, картина была бы неполной без учета собственных финансовых амбиций того субъекта, который сохраняет или установил контроль в АО. Степень криминализации поведения такого субъекта зависит уже от многих экономико-правовых и социально-психологических факторов. Диапазон такого поведения чрезвычайно широк: от создания «центров прибыли» вне АО, но в интересах его развития, до различных схем выкачивания средств корпорации на собственные счета за рубежом. В этой связи становится очевидным тот факт, что для проведения в жизнь государственной идеологии «эффективного собственника» требуются адекватные меры государства *практически по всем направлениям экономической реформы.*

#### **2.4. Особенности рынка корпоративного контроля (поглощения)**

Рынок корпоративного контроля (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров), как и угроза банкротства, является одним из ключевых внешних механизмов корпоративного управления. Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо «сломить» сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного

в рационализации (раздроблении) компании, особенно если речь идет о высокодиверсифицированной компании (Coffee, 1988). В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с «частной» (особенной) выгодой крупных акционеров и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Вместе с тем, эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров к реализации только краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех «соучастников». Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании (см. Грей, Хэнсон, 1994).

Оценка масштабов этого процесса в России зависит от выбранного методологического подхода. При наиболее широком подходе многие крупные приватизационные сделки могут рассматриваться как дружественное или враждебное поглощение, и тогда значимость этого процесса для корпоративного сектора в 1992-1999 гг. исключительно высока.

Если подойти с позиций более строгих дефиниций, то речь применительно к России может идти только о (1) постприватизационном периоде; (2) единичных вторичных трансакциях; (3) крупных компаниях. Альтернативные ограничения в данном случае носят объективный характер (как для слияний, так и для поглощений): необходимость крупных денежных средств (кредитов), которые доступны лишь крупнейшим компаниям (банкам) или возможность мобилизовать значительные пакеты акций для обмена.

Собственно *слияния* корпораций в строгом смысле (т.е. участие равных фирм, дружественная сделка, согласованная сделка крупных фирм без скупки акций мелких держателей, обмен акциями или создание новой компании) пока не стали заметным явлением в России. Этот процесс традиционно акти-

визируется на стадии экономического роста и тенденции к увеличению курсов акций, тогда как в условиях России он чаще рассматривается в качестве возможного антикризисного механизма, в политическом контексте или как институциональная формализация технологической интеграции.

Так, переход на единую акцию в нефтяной компании «ЛУКойл», по оценкам, можно рассматривать как финал интеграции, которым стало полное слияние компании в единую финансово-экономическую структуру (дочерние компании фактически слились с холдингом)<sup>37</sup>. Среди наиболее известных примеров 1998-1999 гг. — несостоявшееся слияние нефтяных компаний «ЮКОС» и «Сибнефть», объявленное слияние ОАО «Ижорские заводы» (Санкт-Петербург) и ОАО «Уралмаш-Заводы» (Екатеринбург), объявленное слияние Нефтекамского автозавода (Башкирия) и Камского автозавода (Татария).

По сути (без технических деталей, связанных с размерами компаний, пропорциями обмена акций и т.д.), слияния и *дружественные поглощения* можно рассматривать как синонимы. Для дружественных поглощений (по договоренности сторон) рынок капиталов также не требуется, равно как и нет видимой связи с проблемами корпоративного управления. Этот процесс наиболее характерен для российской практики после приватизации. Он имел место во многих созданных корпорациях и носил преимущественно технологический характер: восстановление старых хозяйственных связей, борьба за доли рынка, вертикальная интеграция.

НК «Сургутнефтегаз», например, в отличие от НК «ЛУКойл», завершала процесс технологической интеграции через серию поглощений (АО «КИНЕФ» и ряд компаний нефтепродуктообеспечения). Типичным оформлением этого процесса можно считать ФПГ и перекрестные связи (владения) вокруг

---

<sup>37</sup> При этом акции самой НК остались относительно привлекательны и ликвидны (подробнее см. Ляпина, 1998), как и в ряде случаев *полных* поглощений с изъятием акций поглощенной компании (НК «Сургутнефтегаз»), что нехарактерно для поглощений с приобретением лишь контрольного пакета (случай НК «Сиданко», поглотившей АО «Черногорнефть», и др.).

крупных корпораций (особенно химия, строительство). Следует также отметить высокую политизацию этого процесса и активную роль федеральных и/или региональных властей (особенно Башкирия, Татарстан)

Фактически только *враждебные поглощения* гипотетически ведут к компенсации несовершенства корпоративного управления через насильственную смену менеджеров. Этот рынок — собственно рынок корпоративного контроля — не получил пока большого развития в России (состоявшиеся же сделки обычно не анонсируются). Среди основных ограничений для широкого развития этого рынка, актуальных и в 1999 г., можно выделить:

— необходимость консолидации крупных пакетов акций, тогда как в России акционерный капитал (несмотря на тенденцию к концентрации) остается довольно распыленным, а на рынке даже при наивысшей его активности в 1996-1997 гг. обращалось не более 5-7% акций «голубых фишек»;

— структура собственности в корпорации должна быть относительно четкой и зафиксированной, тогда как в России в 1998-1999 гг. вновь интенсифицируется процесс перераспределения прав собственности (но это одновременно и стимул для развития процесса поглощений);

— недостаточность ликвидных ресурсов в условиях финансового кризиса.

Тем не менее первый опыт враждебных поглощений в России относится уже к середине 90-х гг. (см. Radygin, 1996b). Известной (хотя и неудачной) попыткой публичного проведения операции поглощения (public tender offer) стала попытка захвата кондитерской фабрики «Красный Октябрь» летом 1995 г. группой банка «Менатеп». Другим хорошо известным случаем стала покупка холдингом «Инкомбанка» контрольного пакета акций кондитерского АО «Бабаевское». Многие крупнейшие банки (финансовые группы) и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в самых разных отраслях для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. В 1997-1998 гг. опять же в пищевой промышленности известны примеры поглощений ре-

гиональных пивоваренных компаний группой «Балтика», поглощения в фармацевтической, табачной отраслях, в производстве потребительских товаров.

Одним из интересных примеров попытки захвата контроля является конфликт 1997 г. между РАО «Газпром» и группой «ОНЭКСИМбанка»-»МФК-Ренессанс». Последняя проводила интенсивную скупку акций и охоту за доверенностями на голосование для участия в общем собрании акционеров РАО «Газпром». Целью группы был захват 1 из 11 мест в совете директоров РАО «Газпром», причем в тот период это место было фактически блокирующим (остальные делились пополам между РАО и государством). Этот захват, тем не менее, не удался, группа в итоге отступила.

По имеющимся оценкам, посткризисная финансовая ситуация 1999-2000 гг. может ускорить темп слияний и поглощений в тех секторах экономики, где потенциальная готовность к этому уже имела до кризиса. Это прежде всего пищевая и фармацевтическая отрасли, черная и цветная металлургия, сытовая связь, банковский сектор (Камстра, 1998). В качестве основных специфических черт этого потенциального процесса можно выделить:

— существенная активизация этих процессов в тех отраслях, где поглощения не требуют значительной концентрации финансовых ресурсов;

— акцент в политике поглощений на те компании, которые сравнительно дешевы в настоящее время и могут усилить независимость покупателя от внешней среды;

— высокая степень рационализации этих процессов (в отличие от до-кризисной общепринятой политики захвата любых потенциально прибыльных объектов);

— возможность увеличения числа международных слияний и поглощений, связанного с низкой стоимостью и финансовыми проблемами российских компаний в условиях финансового кризиса;

— сохраняющаяся оппозиция региональных властей в тех случаях, когда «агрессор» не связан с местной региональной элитой;

— появление благоприятных общепромышленных стимулов для упорядочиванию структуры акционерного капитала (под угрозой враждебного поглощения) в затронутых отраслях.

## **2.5. Эволюция интегрированных корпоративных структур и объединений предприятий в российской экономике**

В современных развитых рыночных экономиках консолидация акционерного капитала в крупных корпорациях представляется закономерным явлением. Ее объективной основой являются сложные технологические цепи производства, обусловленные процессами углубления международного разделения труда и глобализации мирового хозяйства, а также длительный жизненный цикл продукции, требующий реализации на микроэкономическом уровне не только стандартных функций производства продукции, но и научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, а также маркетинга в соответствующей сфере. Основными формами этих объединений являются холдинговые компании и компании на основе системы взаимного участия.

В переходных же экономиках появление интегрированных структур управления и объединений предприятий на основе консолидации акционерного капитала наиболее логичным выглядит в качестве финального этапа разгосударствления собственности, когда для перехода из стадии депрессивной стабилизации к фазе роста на уровне основного звена хозяйствования настоятельно требуется осуществить решение следующих задач:

— рационализации старых кооперационных связей и налаживание новых;

— аккумуляции ресурсов для восстановления инвестиционной и инновационной активности;

— внутрифирменной реструктуризации в целях устранения разбалансированности на различных стадиях жизненного цикла продукции.

Решение этих задач возможно лишь на основе объединения предприятий в корпоративные структуры, в которых акцио-



нерные общества, в большой степени теряя свою экономическую самостоятельность, тем не менее сохраняют свой юридический статус.

Говоря о российской приватизационной модели, важно отметить, что ее важнейшей специфической характеристикой явилось создание большого числа интегрированных структур управления и объединений уже на этапе первичного разгосударствления собственности, что было предопределено как объективными (гигантское количество предприятий при полном отсутствии легального частного сектора во всех сферах, большой удельный вес военно-промышленного комплекса и связанных с ним производств, особая роль для бюджета платежей и взносов, осуществляемых топливно-энергетическим комплексом, чрезмерная концентрация производства и монополизация вследствие этого многих товарных рынков и т.п.), так и субъективными обстоятельствами (прочные позиции бюрократического аппарата в центре и регионах, на которые ориентировалась часть директорского корпуса, возникновение накануне радикальных рыночных реформ многочисленных структур, создававшихся в процессе реорганизации отраслевых органов управления и альянсами госпредприятий).

#### **Холдинги на основе государственной инициативы и с участием государства**

Инициатором создания интегрированных структур на первом этапе приватизации выступало государство, с одной стороны, ставившее своей целью сохранение управляемости жизненно важными для всей страны отраслями экономики и, с другой стороны, являвшееся объектом давления разного рода лоббирующих групп, заинтересованных в том или ином варианте структурирования собственности и контроля в конкретной отрасли.

Первыми осенью 1992 г. были учреждены Российские акционерные общества энергетики и электрификации (РАО «ЕЭС России») и «Газпром» (РАО «Газпром»). Их уставной капитал формировался за счет внесения в него всего капитала (имущества) целых государственных предприятий, в данном случае крупнейших производителей электроэнергии и газа, а

также контрольных пакетов акций дочерних акционерных обществ, типичными представителями которых явились связанные с этими отраслями предприятия машиностроения, строительства, производственно-технического обслуживания, научные институты, а также региональные государственные предприятия энергетики и электрификации (в случае с РАО «ЕЭС России», которая в итоге аккумулировала в своем уставном капитале пакеты акций различной величины 71 региональных энергетических АО, причем в 53 из них РАО «ЕЭС России» обладает более чем 49% обыкновенных акций). Для всех них РАО «Газпром» и «ЕЭС России» становились холдинговыми компаниями.

По аналогии с РАО «ЕЭС России» и «Газпром» в 1992-1995 гг. возникли многочисленные акционерные общества, создававшиеся на базе бывших производственных объединений нефтяного комплекса. В их уставной капитал включались контрольные пакеты акций предприятий, ранее входивших в эти объединения, а также пакеты акций предприятий нефтепереработки и нефтепродуктообеспечения. Таким образом, все они превращались в дочерние акционерные общества создаваемых АО. Структура некоторых АО нефтяной отрасли неоднократно изменялась в силу организационно-правовых реорганизаций и передела «влияний», происходившего по причине многостороннего лоббирования и принимавшего форму передачи закрепленных за государством пакетов акций отдельных предприятий из одной компании в другую. В итоге к настоящему времени в стране сформировалось и действует 13 основных вертикально-интегрированных нефтяных компаний. Их базовая производственная структура по профилю деятельности представлена в таблице 4.

*Таблица 4*

**Состав основных российских  
вертикально-интегрированных нефтяных компаний по  
профилю базовой деятельности**

Холдинговая Компания	Количество контролируемых предприятий нефтегазодобычи	Количество контролируемых предприятий нефтепереработки	Количество контролируемых предприятий нефтепродукто- обеспечения	Количество контролиру- емых предприятий всего
«Роснефть»	6	3	15	29
«ЛУКОЙЛ»	7	2	8	17
«Сиданко»	6	3	7	16
«Юкос»	2	2	9	13
«Тюменская нефтяная компания»	6	1	4	11
«Сургутнефтегаз»	1	1	7	9
«Славнефть»	1	3	3	7
«Восточная нефтяная компания»	1	2	3	6
«Норси-Ойл»	-	1	5	6
«Сибнефть»	1	1	1	3
«Онако»	1	1	1	3
«КомиТЭК»	1	1	1	3
«Татнефтехим»	1	1	1	3

При этом необходимо отметить, что количество контролируемых предприятий далеко не полностью отражает реальную роль той или иной компании в экономике страны по причине различий в их производственном потенциале. Лидерами отрасли являются крупные нефтяные компании «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Сургутнефтегаз», на другом полюсе находятся относительно небольшие холдинги регионального масштаба («КомиТЭК» и «Онако»), к которым с известными оговорками можно отнести «Татнефтехим». Весьма скромными возможностями обладает и «Роснефть». Помимо вышеупомянутых холдингов, в 1992-1995 гг. были сформированы компании по транспортировке нефти («Транснефть») и нефтепродуктов («Транснефтепродукт»), а также добывающие «Башнефть», «Востсибнефтегаз», Сибирско-Уральская нефтегазохимиче-

ская компания «Сибур», позднее — «Центральная топливная компания» и компания «Уралнефтепродукт».

Другой тип объединений предприятий, созданных при решающей роли государства, представлен государственными предприятиями (компаниями) «Роснефть» и «Росуголь», созданными в 1992 г. для коммерческого управления закрепленными в федеральной собственности пакетами акций объединений и предприятий нефтяной (те, что не были интегрированы в новые компании) и угольной промышленности, а также смежных с ними отраслей (нефтепереработка, строительство шахт, производство машин и оборудования для угольной промышленности и т.п.). Эти государственные компании, не являясь формальными собственниками капитала (подобно «Газпрому»), осуществляли от имени государства функции холдинговых компаний по отношению к бывшим государственным предприятиям и объединениям, ставшими в ходе приватизации акционерными обществами, параллельно занимаясь осуществлением государственной поддержки предприятий и промышленной политики. «Роснефть» выполняла также функции реализации государственной доли углеводородов, получаемой по соглашениям о разделе продукции, и генерального заказчика НИОКР соответствующего профиля.

В 1995 г. госпредприятие «Роснефть» стало вертикально-интегрированной нефтяной компанией в форме открытого акционерного общества (Постановление Правительства РФ от 29 сентября 1995 г. № 971), уставной капитал которого был сформирован из закрепленных в федеральной собственности пакетов акций 32 компаний, в доверительное управление «Роснефти» были переданы пакеты акций еще 98 компаний. Произошедшая эволюция приблизила «Роснефть» по своему новому статусу к РАО «Газпром». Единственное исключение состоит в том, что помимо включенных в уставной капитал «Роснефти» пакетов акций, компания имеет пакеты акций многих других компаний в доверительном управлении. В 1998 г. государство включило «Роснефть» в программу денежной приватизации, однако в силу ряда проблем на нефтяном и фондовом рынках и ожесточенной борьбы между различными

хозяйственно-политическими группировками не смогло реализовать контрольный пакет акций компании.

Наиболее осязаемо функция государственной поддержки проявлялась в деятельности компании «Росуголь». Она, по крайней мере по своим формальным функциям, должна была распределять и доводить до непосредственных получателей на местах бюджетные средства на поддержку отрасли, являющейся в России, как и в большинстве стран мира, дотационной. Периодически возникавшие в стране акции протеста шахтеров имели одной из своих причин несвоевременное перечисление бюджетных средств «Росуглем». «Росуголь» приобрел статус АО, а в конце 1997 г. ликвидирован.

Схожие задачи в своих отраслях призваны были решать государственный (этот статус сохраняется и поныне) концерн «Росэнергоатом», объединивший все АЭС страны (кроме Ленинградской) и Российская лесопромышленная корпорация «Рослеспром».

Отличительная черта структур второго и третьего типа, создававшихся для управления, в первую очередь, топливно-энергетическим комплексом, состоит в том, что проблема корпоративного управления формально не является для их первоочередной, поскольку они и создавались государством специально с задачей осуществлять контроль за деятельностью подчиненных или интегрированных в них предприятий.

Значительная группа холдингов была создана еще в начальный период радикальных рыночных реформ: «Росагропромстрой», «Нечерноземагропромстрой», «Россельхозводстрой», «Агросиб», «Спецстройиндустрия» (на основе предприятий и организаций Главного управления строительной промышленности МО РФ), «Россвязьстройкомплект-холдинг» (на базе предприятий и организаций одноименного производственного объединения), «Химволокно» (на базе предприятий и организаций одноименного государственного концерна), «Роскомтех», (на базе предприятий и организаций, входивших в состав концерна по разработке и производству инструмента и средств технологического оснащения «Интос»). Процесс

формирования государственных корпоративных объединений (холдингов и др.) продолжался и в последующие годы.

Процесс преобразования форм собственности сочетался в российской экономике с реорганизацией целых отраслей и изменением их организационно-управленческих структур. Ярким примером этого является связь. Начало реструктуризации отрасли было положено Постановлением Правительства РФ от 22 декабря 1992 г. № 1003. Этот документ предусматривал перед приватизацией выделение из состава государственных предприятий связи и информации и производственных объединений связи следующих служб: 1) подразделений почтовой связи с образованием на их базе государственных учреждений Федеральной почтовой службы, не подлежащих приватизации; 2) радиотелевизионных передающих центров, не подлежащих приватизации, а ныне интегрируемых в государственный медиа-холдинг, создаваемый на базе ВГТРК и региональных телерадиокомпаний. Другие виды деятельности были сосредоточены в региональных предприятиях связи и информатики, преобразованных в акционерные общества с закреплением контрольных пакетов акций в федеральной собственности. В дальнейшем эти пакеты были консолидированы в АО «Связьинвест» с закреплением 51% акций в федеральной собственности. В самостоятельное предприятие было выделено предоставление услуг междугородной и международной связи, для чего было создано АО «Ростелеком», контрольный пакет акций которого также был закреплен в государственной собственности. После неудачного инвестиционного конкурса в конце 1995 г. на аукционе 25 июля 1997 г. 25% акций АО «Связьинвест» (с предварительным включением в уставной капитал контрольных пакетов акций АО «Ростелеком» и «Центральный телеграф», некоторых других предприятий) были приобретены кипрской компанией «Mustcom Ltd.» (дочерней структурой «Онэксимбанка» и ряда крупных западных инвесторов).

Необходимо заметить, что история создания холдинговых компаний в России стала по сути и историей постоянно генерируемых конфликтов и нарушений прав акционеров. В осно-

ве такой ситуации лежит последовательность создания и приватизации многих крупнейших холдинговых структур, в первую очередь вертикально-интегрированных.

Так, в нефтяной отрасли процесс институциональных преобразований начался с создания отдельных добывающих корпораций и их приватизации в 1992-1993 гг. Затем государственные пакеты акций объединили в соответствующих холдингах и провели новую приватизацию созданных структур в 1995-1997 гг. Покупатели «второй волны», получившие мажоритарный контроль в холдингах, неизбежно вступали в конфликт с миноритарными держателями акций — покупателями «первой волны». По оценкам, в нефтяной отрасли создание «эффективных собственников» было задержано в связи с этим минимум на 3 года. Некоторым исключением, видимо, стала НК «ЛУКойл», перешедшая на единую акцию еще в 1995 г. Этот конфликт «двух приватизаций» стал одним из символов корпоративных войн в России в 1997-1999 гг. и постоянным источником дестабилизации прав собственности.

Аналогичная история произошла и с холдингом «Связьинвест». Вначале создавались и приватизировались региональные компании связи (а также «Ростелеком»), затем их контрольные пакеты акций (38%) передавались в «Связьинвест». В итоге в настоящее время в холдинге «Связьинвест» улучшение ситуации в области корпоративного управления является принципиальным для преодоления тенденций дезинтеграции и возможной продажи пакета акций в 1999 г. В частности, для усиления контроля за передачей имущества дочерних АО на балансы третьих лиц предполагается введение представителей крупнейших акционеров (прежде всего консорциума Mustcom Ltd.) в Советы директоров дочерних региональных компаний электросвязи. Возможно также объединение наиболее прибыльных видов бизнеса в рамках отдельных дочерних компаний. Кроме того, в 1998-1999 гг. между акционерами холдинга обсуждались возможные варианты слияния самого холдинга «Связьинвест» с его дочерней компанией «Ростелеком»

(50,67% акций у холдинга)<sup>38</sup>. Тем не менее в условиях хронического финансового кризиса и низкой капитализации рынка привлечение значительных средств от стратегического инвестора (консорциума) может быть проблематичным даже при высокоэффективной реорганизации холдинга.

Аналогичные проблемы имеют место и в электроэнергетическом холдинге РАО «ЕЭС России». Здесь среди ключевых проблем (помимо квот для нерезидентов в уставном капитале) необходимо отметить контроль за региональными компаниями и отношения холдинга с местными властями. Многие дочерние компании холдинга в 90-е годы стали примером дискриминации прав акционеров. В этой связи можно отметить предложение РАО «ЕЭС России» своим 45 (из более 80) дочерним региональным электроэнергетическим компаниям привести в соответствие с Законом «Об акционерных обществах» отдельные положения их уставов (октябрь 1998 г.). В частности, противоправной и дискриминационной в отношении акционеров является норма, согласно которой увеличение доли акционера свыше 1% голосующих акций требует предварительного согласия Совета директоров.

К 1998 г. в России имелось около 100 официально созданных холдингов с государственным участием. Для 1997-1999 гг. стали характерны (помимо упомянутых корпоративных конфликтов) две основные тенденции в развитии государственных холдингов: ликвидация некоторых структур, созданных в период аморфной структуры собственности сразу после приватизации, и одновременное возникновение новых мощных корпораций холдингового типа с государственным контролем.

Одним из типичных примером стало создание в 1995 г. ОАО «Российская металлургия». Уставный капитал этого холдинга был сформирован из 10-процентных пакетов акций 9 российских металлургических АО и некоторого другого

---

<sup>38</sup> Один вариант - поглощение «Связьинвеста» «Ростелекомом» или наоборот через обмен дополнительной эмиссии на акции поглощаемой компании, другой - «Связьинвест» оплачивает часть акций «Ростелекома» акциями дочерних АО, акционеры «Связьинвеста» обменивают акции «Связьинвеста» на акции «Ростелекома».



имущества. По оценкам, реальной целью создания этого холдинга стала консервация пакетов акций для предотвращения их покупки «чужими» акционерами. Вместе с тем, ликвидация холдинга (Указ Президента РФ от 24 ноября 1997 г.) служит еще одним примером неэффективной стратегии приватизации (попытка продажи 49% акций холдинга) в условиях уже относительно сформировавшейся структуры собственности (контроля) на большинстве металлургических предприятий. Очевидно, что пакеты акций ряда этих АО будут присоединены к уже достаточно крупным пакетам, аккумулированным рядом российских ФПГ.

Есть и обратная тенденция, причем преимущественно в отраслях связи, «высокой технологии» и/или ВПК. Среди примеров — уже упомянутое создание и укрепление холдинга «Связьинвест» в 1995-1997 гг. (смешанные цели сохранения отраслевого контроля и бюджетных доходов через приватизацию, переданы 38% акций вошедших АО), решение о создании холдинга «Российская электроника» (июль 1997 г., передаются по 10% акций вновь создаваемых АО, остальные закрепляются в государственной собственности), проект создания «Российской авиаприборостроительной корпорации» (держатель контрольных или блокирующих пакетов акций 10-12 предприятий соответствующего профиля), холдинг на базе строительных предприятий Минобороны (1998 г.) и др.

В конце 1998 г. появилась информация о подготовке регистрации межгосударственной российско-белорусской ФПГ «Электронные технологии» (для реализации программы возрождения телевизионного производства «Союзный телевизор») и проекте создания АО «Московский телевизор» (с аналогичными целями, но в масштабе промышленности Москвы и подмосковного Зеленограда). Весьма примечателен тот факт, что в последнем случае предусматривается участие в капитале вновь создаваемого АО местных властей с 50% долей.

Вероятно, в данном случае наблюдается лишь частный случай вовлечения руководства субъектов Федерации, вышедшего на качественно более высокий уровень самостоятельности, в процесс управления собственностью и ее исполь-

зования на региональном уровне. Составной частью этого процесса вполне может стать создание локальных холдингов. В качестве примера можно привести принятое в феврале 1998 г. управлением промышленности администрации Владимирской области решение о создании 4 отраслевых холдингов с объединением в них 51% акций предприятий стекольной (22 предприятия), хлопчатобумажной (20), льняной (первоначально 20, но к лету 1998 г. решение об объединении приняли лишь 5 предприятий) и оборонной (15) промышленности в целях реструктуризации и вывода их кризиса. В этом же русле лежит создание в ноябре 1998 г. АО «Самраагрохимпром», учредителями которого выступили администрация Самарской области, «Ресурс-Межрегионгаз» (по 25,5% капитала), «Самараэнерго» (14%), 4 химических предприятия (по 5-10% капитала). Оно призвано решать задачи внедрения новой схемы поставок удобрений сельскому хозяйству региона и координации финансовых потоков участников объединения.

В ВПК идея организации отрасли в виде нескольких государственных концернов в настоящее время является доминирующей. Одним из первых шагов в 1999 г. может быть слияние с выпуском единой акции двух существующих холдингов по производству военных самолетов — ВПК МАПО (куда входит АНПК «МиГ») и АВПК «Сухой». Одним из активных претендентов на долю в холдинге является правительство Москвы, проводящее в последнее время активную политику по установлению контроля за государственными пакетами акций в экспортоориентированных секторах российского ВПК.

В нефтяной отрасли в конце 1998 — 1999 гг. интенсивно обсуждаются варианты создания крупной государственной компании на базе НК «Роснефть» (100% акций в собственности государства), «ОНАКО» (89%) и «Славнефть» (75%). В этот список может быть включена также государственная компания «Зарубежнефть» (100%) и оператор трубопроводов «Транснефть». Существуют также многочисленные встречные предложения со стороны действующих нефтяных компаний, не заинтересованных в появлении мощного конкурента или

стремящихся собрать некоторые дивиденды при перераспределении собственности в отрасли.

Так, поступали предложения о включении в государственный холдинг АНКХ от «Сиданко», ТНК от группы «Альфа», «Востсибнефтегаза» от «Сибнефти». Интересны условия «Альфа-группы», которая, по оценкам, взамен ТНК (где доля государства и так 49% акций) намеревалась получить в новом холдинге блокирующий пакет акций, право назначения высших менеджеров, право разработки всех финансовых и технологических цепочек в холдинге, перевод счетов всех компаний холдинга в «Альфа-банк» и, соответственно, контроль над финансовыми потоками. Напротив, НК «ЛУКОЙЛ» (26% акций у государства) предлагала обменять часть государственных активов («ОНАКО» и «Славнефть») на свои собственные акции, гарантируя, в частности, обеспечение северного завоза. НК «ЮКОС» также в обмен на часть своих акций выразила готовность присоединить к себе НК «Роснефть» и «ОНАКО». ТНК рассматривала и вариант слияния с «Роснефтью» и «Сиданко» (в последнем случае, видимо, через предварительный захват контроля).

Все эти предложения, видимо, можно расценивать в духе «тройного коня», так как речь может идти в итоге либо о сбросе неликвидов, либо о поиске нетривиальных путей к влиянию в новом холдинге, либо о стремлении просто воспользоваться государственными активами для улучшения своего финансового положения (например, новые объекты залога под кредиты). С учетом количества проблемных вопросов и крайне противоречивых интересов участников этого процесса создание этого холдинга вряд ли осуществимо уже в 1999 г.

Появились и проекты создания энергоугольных компаний путем интеграции предприятий электроэнергетики и угледобычи (пока там, где она ведется открытым способом), как средства преодоления кризиса неплатежей в экономике. Первенцем данного направления является компания «Лутек» (Приморский край), следующие возможные кандидаты — предприятия ТЭЖ в Бурятии.

Таким образом, этот процесс стал достаточно заметным явлением для 1997 – первой половины 1998 гг., однако его можно было рассматривать в тот период прежде всего как защитную центростремительную реакцию микроуровня в отдельных неконкурентоспособных или депрессивных секторах российского реального сектора. В конце 1998-1999 гг. речь может идти уже о более масштабном процессе усиления роли государства — федерального центра и региональных властей.

Оценивая процесс создания холдинговых структур, можно согласиться с тем, что в отношении топливно-энергетического комплекса, некоторых других отраслей (атомная энергетика, связь, оборонная промышленность), отдельных уникальных производств (например, Российская космическая компания «НПО «Энергия имени академика С.П. Королева», холдинги вокруг основных конструкторских бюро авиапромышленности) такая принудительная интеграция по инициативе государства может считаться оправданной, поскольку она позволяет сохранить управляемость в звене «предприятие-объединение» в рамках традиционных хозяйственных связей и предотвратить распад уникальных производственно-технологических комплексов. Однако возникают сомнения в том, насколько оправданным и отвечающим задачам перехода к рыночной экономике является создание таких бюрократических структур в других отраслях экономики (строительство и производство строительных материалов, гражданское машиностроение, текстильная и легкая промышленность, оптовая торговля и т.п.).

В целом же в рамках продолжающегося перераспределения собственности формирование новых крупных государственных холдингов, видимо, может стать заметной тенденцией. При этом формирование новых структур такого типа возможно преимущественно в ущерб существующим корпорациям, сложившимся отношениям собственности, правам акционеров. Степень значимости этой тенденции будет зависеть, таким образом, исключительно от прагматизма и здравого смысла исполнительной власти.

#### **Российские финансово-промышленные группы как интегрированные структуры управления**

Другим направлением формирования интегрированных структур управления в реальном секторе экономики явилось создание объединений предприятий на основе инициативы хозяйственных субъектов микроэкономического уровня, когда государство не играло, по крайней мере формально, направляющей роли. Основными предпосылками для такой интеграции явилась потребность многих приватизированных предприятий в капитале и направляющем воздействии традиционных организационных структур, возникшая из-за разрушения прежних хозяйственных связей, а также необходимость накопления в финансовом секторе экономики ресурсов для диверсификации своей деятельности при достаточно высоком уровне концентрации производства, достигнутого в дореформенный период.

Практическим воплощением этого направления в российской переходной экономике 90-х годов стали финансово-промышленные группы (ФПГ), некоторые характеристики которых и роль государства в их становлении, рассматриваются ниже. В этой связи необходимо напомнить, что само понятие финансово-промышленной группы может рассматриваться в двух плоскостях. Существуют официальные ФПГ, учрежденные в соответствии с нормативными актами, и неофициальные, по существу удовлетворяющие тем же требованиям, но по причинам, о которых речь пойдет ниже, не претендующие на такое наименование.

#### **Формальные финансово-промышленные группы**

Вначале напомним о развитии официальных финансово-промышленных групп, прошедших регистрацию в соответствующем реестре. Первые такие объединения возникли еще на этапе чековой приватизации: в 1993 г. была зарегистрирована только одна ФПГ, в 1994 г. – 6. В последующие годы численность официально зарегистрированных ФПГ росла гораздо более высокими темпами: в 1995 г. – 21, в 1996 г. – 18, в 1997 г. — 26. Численность работающих на предприятиях и организациях, входящих в ФПГ, к началу 1998 г. составила почти 6 млн. чел. или около 9% всех занятых в экономике страны.

К началу 1998 г. в государственном реестре зарегистрировано 72 ФПГ (к середине года их число выросло до 75), объединивших около 1500 предприятий и организаций и более 100 финансово-кредитных учреждений. Относительное большинство из этих объединений (32 или почти 45%) расположены в Москве, среди других городов участием в процессе создания ФПГ выделяются Санкт-Петербург (4), Рязань, Воронеж и Екатеринбург (по 3), Новгород, Тула, Нижний Новгород и Владивосток (по 2). Реальное же участие столичного финансового капитала в официально зарегистрированных ФПГ было несколько значительнее: из 142 финансово-кредитных учреждений — участников ФПГ (исходя из состава 62 ФПГ, зарегистрированных к маю 1997 г.) 78 (т. е. около 55%) были московскими. Примерно той же (около 53,3%) останется доля столичных финансовых структур, если исключить повторный счет, поскольку имеются прецеденты участия одной структуры в нескольких ФПГ (Промстройбанк (г. Москва) — в 3 ФПГ, коммерческие банки «Автобанк», «Воронеж», «Онэксимбанк», «Промрадтехбанк», «Российский кредит» — в 2 ФПГ каждый). Наиболее многочисленными по количеству участвующих финансово-кредитных учреждений являются ФПГ «Нижегородские автомобили» (Нижний Новгород; 4 банка и 3 страховые компании), «Трехгорка» (Москва; 2 банка, 2 инвестиционных фонда, 1 страховая компания, 1 негосударственный пенсионный фонд), «Союзагропром» (Воронеж; 3 банка, 1 инвестиционная компания, 1 инвестиционный фонд), «Точность» (Москва; 2 банка, 2 страховые компании, 1 инвестиционная компания). В то же время в составе 20 ФПГ имеется единственное финансово-кредитное учреждение.

Наиболее многочисленными по количеству участвующих предприятий реального сектора являются ФПГ «Союзагропром» (Воронеж; 35 единиц), «Каменская агропромышленная финансовая группа» (Каменка, Пензенская область; 30 единиц) и «Центр-Регион» (Рязань; 30 единиц). Наименьшее число предприятий-участников состоит в ФПГ «Еврозолото» (Москва), «Морская техника» (Санкт-Петербург), «Донинвест» (Ростов-на-Дону, машиностроение) (по 5 ед.), «Носта-Трубы-

Газ» (Новотроицк, Оренбургская область), «Гормаш-Инвест» (Санкт-Петербург), «Волжская компания» (Нижний Новгород, химия и нефтехимия) (по 4 ед.), «Нива Черноземья» (Новгород, химия) (3 ед.), «Волжско-Камская финансово-промышленная группа» (Москва, автомобилестроение) (2 ед.). Наибольшее количество (в совокупности более половины) всех предприятий реального сектора — участников ФПГ относятся к оборонной (включая атомную) промышленности (166 ед. или 19,3%), агропромышленному (включая рыбную отрасль) (115 ед. или 13,3%) и машиностроительному (включая автомобильную промышленность, судостроение, приборостроение и электротехнику) (95 ед. или 11,0%) комплексам, нефтехимии и химии (включая фармацевтику) (73 ед. или 8,5%).

Из этих данных вытекает довольно очевидная закономерность: небольшие предприятия, характерные для агропромышленного комплекса и пищевой промышленности, обладают, как правило, значительно меньшими финансовыми возможностями, чем крупные предприятия базовых отраслей, что стимулирует их к объединению в ФПГ со значительным числом участников. Напротив, гораздо более крупные предприятия металлургии, машиностроения, химии, испытывают существенно меньше потребностей к объединению в многочисленные по составу участников объединения. Активность машиностроительных и оборонных предприятий в процессе создания официальных ФПГ также довольно легко объяснима масштабами падения производства и глубиной кризиса в этих наиболее подверженных кризису отраслях.

Ниже приведены перечни официально зарегистрированных ФПГ с наибольшей численностью занятых (более 100 тыс. чел.) (по всему кругу участников) и уставному капиталу (10 млрд. руб. и более). Информация ранжирована по соответствующим показателям. Интересно, что эти перечни пересекаются примерно наполовину.

Таблица 5

**Зарегистрированные финансово-промышленные группы в  
России с наибольшей численностью работающих:  
общие данные**

<b>Финансово-промышленная группа</b>	<b>Количество предприятий</b>	<b>Количество занятых</b>	<b>Финансово-кредитные учреждения</b>	<b>Направления деятельности по отраслям</b>
«Интеррос» (Москва)	21	306000	2 банка, пенсионный фонд	Производство химических удобрений, алюминия, меди, никеля, продовольственных и других товаров, экспортные операции
«Магнитогорская сталь» (Магнитогорск)	15	264000	2 банка, страховая компания, инвестиционно-финансовая группа	Производство металло- и метизной продукции, труб, добыча и обогащение железной руды, заготовка и переработка металлолома, строительно-монтажные работы, производство автомобилей, металлургического, бурового и экскаваторного оборудования
«Нижегородские автомобили» (Нижний Новгород)	24	220800	4 банка, 3 страховые компании	Производство грузовых и легковых автомобилей, дизельных и



Финансово-промышленная группа	Количество предприятий	Количество занятых	Финансово-кредитные учреждения	Направления деятельности по отраслям
				бензиновых двигателей, рефрижераторных прицепов, гусеничных транспортеров, резинотехнических изделий, изделий из стекла
«Металлоиндустрия» (Воронеж)	11	206700	1 банк	Добыча и обогащение железных руд, производство продукции черной металлургии, машиностроения, сельского хозяйства, товаров народного потребления
«Волжско-Камская финансово-промышленная группа» (Москва)	2	198300	1 банк	Производство легковых и грузовых автомобилей
«Волжская компания» (Нижний Новгород)	4	118200	2 банка	Производство нефтепродуктов, химической и другой продукции, включая товары народного потребления, реализация нефти и нефтепродуктов

Финансово-промышленная группа	Количество предприятий	Количество занятых	Финансово-кредитные учреждения	Направления деятельности по отраслям
«Восточно-Сибирская группа» (Иркутск)	22	100500	1 банк, 1 финансово-промышленная компания	Разработка месторождений добыча нефти и газа, производство электро- и тепло-энергии, химической и нефтехимической продукции, упаковочных материалов, товаров бытовой химии

Источник: Государственный реестр финансово-промышленных групп, данные на середину 1997 г.

Таблица 6

**Зарегистрированные финансово-промышленные группы в России с наибольшей величиной уставного капитала: общие данные**

Финансово-промышленная группа	Количество предприятий	Уставной Капитал, млн. руб.	Финансово-кредитные учреждения	Направления деятельности по отраслям
Транснациональная «Сибгромаш» (Рубцовск, Алтайский край)	28	179665	2 банка, чековый инвестиционный фонд	Производство тепловой и др. видов энергии, стального литья, изделий стройин-

<b>Финансово-промышленная группа</b>	<b>Количество предприятий</b>	<b>Уставной Капитал, млн. руб.</b>	<b>Финансово-кредитные учреждения</b>	<b>Направления деятельности по отраслям</b>
				дустрии и стройматериалов почвообработывающей техники,сельскохозяйственной продукции, товаров легкой и пищевой промышленности, сервисное обслуживание
«Восточно-Сибирская группа» (Иркутск)	22	91800	1 банк, 1 финансово-промышленная компания	Разработка месторождений добыча нефти и газа,производство электро- и теплоэнергии, химической и нефтехимической продукции, упаковочных материалов, товаров бытовой химии
Транснациональная «Аэрофин» (Москва)	17	49502	1 банк, 1 финансовая компания, 1 информационно-страховая компания	Осуществление перевозок пассажиров и грузов,производство и ремонт авиационной техники
«Магнитогорская сталь» (Магнитогорск)	15	47600	2 банка, страховая компания, инвестиционно-финансовая группа	Производство металло- и метизной продукции, труб, добыча и обогащение железной руды, заготовка и переработка металллома, строительномонтажные работы, производство автомобилей,

Финансово-промышленная группа	Количество предприятий	Уставной Капитал, млн. руб.	Финансово-кредитные учреждения	Направления деятельности по отраслям
				металлургического, бурового и экскаваторного оборудования
«Волжская компания» (Нижний Новгород)	4	25000	2 банка	Производство нефтепродуктов, химической и другой продукции, включая товары народного потребления, реализация нефти и нефтепродуктов
«Волжско-Камская финансово-промышленная группа» (Москва)	2	10000	1 банк	Производство легковых и Грузовых автомобилей

Источник: Государственный реестр финансово-промышленных групп, данные на середину 1997 г.

Оценить реальную эффективность зарегистрированных ФПГ довольно сложно, поскольку этот вопрос, как и оценка эффективности функционирования предприятий после приватизации, связан с носящими предвзятый характер оценками, отражающими интересы оппонированных друг другу сторон.

Так, по информации ассоциации ФПГ России, в 1997 г. финансово-промышленные группы обеспечили увеличение выпуска продукции на 3,5% (в целом по промышленности — на 1,9%), реализованной продукции — на 5% (в целом по промышленности объем отгруженной продукции вырос на 2,3%), экспорта — на 10% (в целом в экономике — сокращение на 2,0%). Степень достоверности этих данных требует последующего уточнения, поскольку предшествующие оценки объемов производства на предприятиях, входящих в ФПГ, представляются завышенными. Согласно этим оценкам, в 1995 г.

все официально зарегистрированные ФПГ произвели продукции на 26 трлн. руб., что эквивалентно 2% ВВП, то в 1996 г. — на 100 трлн. руб. (10% ВВП)<sup>39</sup>. Сопоставляя вышеприведенную информацию с официальными данными о производстве ВВП (1630,1 трлн. руб. в 1995 г. и 2256,1 трлн. руб. в 1996 г.)<sup>40</sup>, легко сделать вывод о том, что официально зарегистрированные ФПГ в 1995 г. произвели объем продукции, эквивалентный 1,6% ВВП, а в 1996 г. — 4,4% ВВП.

В портфеле ФПГ имелось свыше 200 инвестиционных проектов общим объемом 65 трлн. руб. (в исчислении до денонсации после 1 января 1998 г.). Наиболее значимыми из них являлись программы ФПГ «Магнитогорская сталь» (Магнитогорск, металлургия, машиностроение), «Единство» (Пермь, многоотраслевая направленность), «Эксохим», «Интерхимпром» (обе — Москва, химия). Среди относительно немногих реально осуществлявшихся с 1995 г. инвестиционных проектов можно отметить организацию в рамках ФПГ «Донинвест» (Ростов-на-Дону) (ядро — одноименный банк) сборочного производства по технологии южнокорейской компании «Daewoo» на Таганрогском комбайновом заводе (планируемая мощность — 120 тыс. автомобилей в год при инвестициях со стороны ФПГ в 200 млн. \$) и заводе по выпуску культиваторов «Красный Аксай» (Ростов-на-Дону) (планируемая мощность — 50 тыс. автомобилей в год), переживающих глубокий кризис, типичный для всего сельскохозяйственного машиностроения. При этом важно отметить и то, что выпуск профильной продукции на «Красном Аксае» не был полностью свернут и вступил в фазу разработки изделий новой модификации.

В то же время практика показала, что зарегистрированные ФПГ не являются гарантией эффективного развития вовлеченных в них предприятий. Так, участие крупнейших автомобильных и тракторных заводов страны в ФПГ «Волжско-Камская финансово-промышленная группа» и «Святогор» не смогло предотвратить обращение к заемным источникам фи-

---

<sup>39</sup> См.: Мовсесян, 1997, с.248.

<sup>40</sup> См.: Госкомстат, 1997, с. 304.

нансирования и сползание к тяжелому кризису, вылившемуся в 1998 г. в принудительную реструктуризацию задолженности («ВАЗ»), частичное перераспределение капитала («КамАЗ»), процедуру банкротства (Челябинский тракторный завод). Широкую огласку в 1998-1999 гг. получили участие ФПГ «Магнитогорская сталь» в конфликте между акционерами АО «Магнитогорский металлургический комбинат», а ФПГ «Транснациональная алюминиевая компания» (ТаНАКО) — в нарастающей конфронтацией с властями Красноярского края.

### **Неформальные финансово-промышленные группы**

Реально в настоящее время в России насчитывается около 150 объединений хозяйственных единиц (промышленных холдингов), которые, не являясь ФПГ формально, по целому ряду фактических признаков могли бы быть отнесены к ним.

Целый ряд таких объединений представляет собой промышленные холдинги, созданные коммерческими банками: например, «Роспром» в структуре финансовой группы «Менатеп» (многоотраслевой холдинг, консолидирующий пакеты акций нескольких десятков предприятий различных отраслей промышленности, включая нефтяные компании «ЮКОС» и «ВНК», АО «Мурманское морское пароходство», «Апатиты» (горнодобыча химического сырья, Мурманская область), Волжский трубный завод (Волгоградская область), Березниковский титано-магниевого комбинат (Пермская область), московский пищевой комбинат «Колосс» и др.) или «Кондитерский концерн «Бабаевский» в структуре «Инкомбанка» (моноотраслевой холдинг в кондитерской промышленности). Свои холдинговые группы имеют банки «Российский кредит» (преимущественно по предприятиям черной металлургии), «Мост-банк» (в основном в области средств массовой информации), консорциум «Альфа-групп».

Помимо коммерческих банков, свои промышленные холдинги еще в период чековой приватизации пытались создавать частные торговые компании (типичный пример — «Микродин», бывший в 1993-1995 гг. обладателем контрольного пакета столичного «ЗиЛа»), различные финансово-инвестиционные

структуры (например, многопрофильный концерн «Гермес», декларировавший обладание к концу ваучерного этапа контрольными или равнозначными им пакетами акций 74 промышленных предприятий и пакетами акций меньшей величины еще нескольких десятков предприятий самых различных отраслей). Однако в 1996-1998 гг. их роль значительно уменьшилась.

Типичным примером являются также российские вертикально-интегрированные нефтяные компании. Любопытно, что участие крупнейших российских банков в официально зарегистрированных ФПГ невелико (табл. 7), несмотря их обширные возможности, существовавшие, по крайней мере, до финансового кризиса 1998 г.

Таблица 7

**Зарегистрированные финансово-промышленные группы в России с участием крупнейших банков: общие данные**

Финансово-промышленная группа	Количество предприятий	Количество занятых	Финансово-кредитные учреждения	Направления деятельности по отраслям
«Интеррос» (Москва)	21	306000	банки «МФК», «Онэксимбанк» пенсионный фонд «Интеррос-Достоинство»	Производство химических удобрений, алюминия, меди, никеля, продовольственных и других товаров, экспортные операции
«Волжская компания» (Нижний Новгород)	4	118200	банки «Альфа» «Онэксимбанк» страховая компания	Производство нефтепродуктов, химической и другой продукции, включая товары народного потребления, реализация нефти и нефте-продуктов
«Эксохим» (Москва)	19	45100	банк «Менатеп»	Производство и выпуск химических материалов и товаров народного потребления
«Оборонительные системы»(Москва)	14	32736	банк «Балт-онэксимбанк»*	Производство, разработка, сервисное обслуживание сис-

				тем ПВО
«Морская техника» (Санкт-Петербург)	5	11400	банк «Инкомбанк»	Разработка и производство морской техники, неатомное судостроение
«Нива Черноземья» (Новгород)	3	10500	банк «СБС-Агро»	Производство и реализация минеральных удобрений

\* — «Балтонэксимбанк» (Санкт-Петербург) — дочерняя структура «Онэксимбанка».

Источник: Государственный реестр финансово-промышленных групп, данные на середину 1997 г.

Для них весьма характерно отсутствие интеграции с другими структурами (участвуют 1-2 банка), небольшое число участников — предприятий реального сектора, по-видимому, тех, над которыми эти банки установили контроль, специализация в отраслях первого передела сырья (металлургии и химии), а также далеко не самые значительные численность занятых и уставный капитал. Некоторым исключением является ФПГ «Интеррос», представляющая пример официальной регистрации ранее существовавшего неформального финансово-промышленного объединения. В 1998 г. вес промышленных предприятий группы (самостоятельный контроль над РАО «Норильский никель» и нефтяной компанией «Сиданко», блокирующий пакет акций холдинга «Связьинвест» совместно с иностранным партнером, а также значительное участие в капитале АО «Пермские моторы», «Новолипецкий металлургический комбинат», «Северо-Западное речное пароходство», «Нафта-Москва» и др.) в российской экономике оценивался в 4% ВВП, 7% экспорта, а общая численность работающих в ней — 0,6% от всех занятых в экономике страны. В 1998 г. группа создала холдинг, состоящий из 3 блоков: финансового, медиа и промышленного.

Ступенями роста неформальных ФПГ можно считать переход от установления контроля за отдельными предприятиями в ходе чековой приватизации 1992-1994 гг. к установлению с 1995 г. контроля (или попыткам такого рода) над целыми группами предприятий путем единовременной приватизации объединений, созданных посредством принудительной инте-



грации по инициативе государства в более ранний период, и путем участия в борьбе за контроль над ранее приватизированными предприятиями на этапе вторичного перераспределения собственности. Важнейшими вехами активности в этом направлении являются серия из 12 залоговых аукционов по пакетам акций ряда крупнейших российских компаний в конце 1995 г., продажи на аукционе 8,5% РАО «ЕЭС России» в декабре 1996 г., 25% акций холдинга «Связьинвест» в июле 1997 г. и пакетов акций ряда нефтяных компаний в конце 1997 г.

Важным направлением неформальной многоотраслевой финансово-промышленной интеграции в период после окончания массовой приватизации явилась горизонтальная интеграция внутри одной отрасли.

Холдинговые структуры возникли в основном в пищевой отрасли, главным образом в кондитерском (московский «Красный Октябрь» с рязанской, тульской и тамбовской кондитерскими фабриками, к которым совсем недавно присоединилась санкт-петербургская фабрика «Петроконф», находившаяся в собственности зарубежного капитала; концерн «Бабаевский» с московскими АО «Бабаевское», «Рот-Фронт», сормовской, челябинской, новосибирской кондитерскими фабриками; швейцарская «Nestle» с самарскими кондитерскими фабриками «Россия», «Кондитер», пермской фабрикой «Камская», барнаульской фабрикой «Алтай») и пивоваренном (санкт-петербургская компания «Балтика» (контроль — шведской «Baltic Beveriges Holding») с «Ярпиво» (Ярославль), «Донским пивом» (Ростов-на-Дону), концерн «Sun Bruing», контролирующий пивзаводы в Санкт-Петербурге, Иванове, Саранске, Курске, Волжском, Перми и Екатеринбурге) производствах, вовлеченность которых в систему межотраслевых взаимодействий внутри российской экономики является довольно ограниченной. Гораздо меньшее развитие получила вертикальная интеграция, ярким примером которой может служить включение в состав московского Черкизовского агропромышленного комплекса (всего 14 предприятий к настоящему времени) помимо нескольких мясокомбинатов и пище-

вых предприятий иного профиля, торгового дома, инвестиционной и дистрибьютерских компаний 2 убыточных животноводческих хозяйств и 3 птицефабрик в Московской области с целью развития сырьевой базы. Отдельные аналогичные примеры имеются и в агропромышленном комплексе других регионов.

Принципиально новым моментом в развитии объединений предприятий и в 1998 г. стали первые серьезные попытки организации координирующих усилий между предприятиями реального сектора, входящими в сферу влияния различных финансовых групп и относящимися к тяжелой промышленности. Наиболее заметными в данном контексте были 2 события: 1) планы слияния нефтяных компаний «Юкос» и «Сибнефть» в единую структуру «Юкси», прерванные из-за несогласия крупнейших акционеров «Сибнефти» и значительных различий в финансово-экономическом положении партнеров, 2) начало создания крупного машиностроительного холдинга на базе «Уралмаш-заводов» (Екатеринбург) и «Ижорских заводов» (Санкт-Петербург) с возможным привлечением судостроительного завода «Красное Сормово» (Нижний Новгород) и Волгоградского завода бурильной техники по инициативе крупнейшего акционера «Уралмаш-заводов», группы «Био-процесс-НИПЕК» путем обмена акций второго предприятия на акции первого (сделка была одобрена советами директоров в мае прошлого года и спустя месяц одобрена Государственным антимонопольным комитетом РФ). На уровне обсуждений остался как проект объединения петербургских ФПГ «Морская техника» (участие «Инкомбанка»), судостроительных предприятий «Адмиралтейские верфи» (собственность государства), «Балтийского завода», «Северных верфей» (контроль «Онэксимбанка» при наличии блокирующего пакета акций на «Балтийском заводе» у «Инкомбанка»), так и проект слияния двух последних предприятий. В обеих этих ситуациях (по вышеупомянутым предприятиям тяжелого машиностроения и судостроения) заметно стремление неформальных ФПГ к использованию классических преимуществ сотрудничества с государством (заказы в рамках программы развития атомной

энергетики России, контрактов с Ираном, Индией и Китаем, аналогично — по строительству боевых кораблей), что с одной стороны, можно оценивать позитивно на фоне традиционных лоббистских усилий, граничащих с нарушениями закона, с другой стороны, показывает их желание уйти из преимущественно конкурентных отраслей в сферу так называемого «бюрократического» рынка при довольно ограниченных самостоятельных возможностях в развитии обрабатывающей промышленности, прежде всего производств с длительным циклом оборота капитала.

Основная проблема при наращивании банковским сектором промышленных активов состояла в поддержании разумного баланса между мотивами доходности и престижа, что предполагало решение весьма непростой задачи оптимизации соотношения между краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными интересами, между различными формами проникновения в реальный сектор экономики, четкой постановки задач применительно к каждому объекту инвестирования, правильного выбора инструментария и наличия минимальных навыков работы с реальным сектором.

Произошедшие в России в августе-сентябре 1998 г. финансовые потрясения подтвердили изначально существовавшие сомнения в том, что российские банки в состоянии эффективно выполнять функции корпоративного контроля (и стратегического владения акциями), свойственные коммерческим банкам в континентальной Европе. Это связано как с очень значительной ролью в корпоративной политике менеджеров предприятий, так и с отсутствием связи «стратегический держатель акций (траста, залога) — источник финансирования» применительно к банкам. Лишь в немногих случаях российские коммерческие банки в 1996-1997 гг. оказались в состоянии обеспечить эффективную реструктуризацию приобретенных предприятий реального сектора и нести издержки по контролю над ними. Груз такого рода проблем (общеизвестны трудности, с которыми торговый и банковский капитал встретился после приватизации «ЗиЛа», Усть-Илимского лесопромышленного комплекса, Ангарского нефтехимического ком-

бината и др.), вместо ожидавшегося источника доходов, хотя и не стал первостепенной причиной, но тем не менее внес свою лепту в обвал банковской системы страны в августе-сентябре 1998 г.

Эти события со всей очевидностью показали, что во многом уже сформировавшаяся в России модель пока заметно не влияет на улучшение показателей эффективности деятельности приватизированных предприятий. Хотя большая часть пакетов акций и была сконцентрирована у относительно крупных институциональных держателей (не только банков), но она на данном этапе предназначалась для перепродажи на фондовом рынке, ввиду значительной недооценки государством активов в ходе приватизации, а не для управления и контроля за предприятием. Следовательно, сама по себе концентрация пакетов акций у крупных держателей не является синонимом появления эффективного собственника, заинтересованного в долгосрочных капиталовложениях и реструктурировании предприятий. Во многих случаях такие держатели не обладают ни финансовыми возможностями, ни управленческим опытом для этого.

Изменение экономико-политической ситуации в стране после финансового кризиса в августе-сентябре 1998 г. позволяет с большой долей вероятности предсказать процесс интенсификации процесса формирования корпоративных объединений с участием государства, разного рода холдингов и т.п. в русле объявленного курса на усиление роли государства в экономике и проведение активной промышленной политики. Наряду с объективной основой такого вектора (стремление заполнить организационно-управленческий вакуум) существует и субъективное стремление бюрократического аппарата к восстановлению своих позиций в экономике.

## **2.6. Кризис финансово-промышленных групп банковского происхождения**

Проблема современного кризиса российских финансово-промышленных групп банковского происхождения носит многоплановый характер. Для понимания специфики этого кризи-

са необходимо учитывать весь комплекс проблем 1998-1999 гг. макроэкономического характера, мировых сырьевых цен, государственного регулирования, специфики корпоративных отношений в России<sup>41</sup>. Ниже рассматриваются только те аспекты кризиса российских ФПГ, которые связаны с перспективами перераспределения прав собственности на компании индустриального сектора.

Как известно, и в докризисный период корпоративное управление со стороны банков вызывало много нареканий внешних акционеров (трансфертные цены «ЮКОС» в группе банка «Менатеп», перевод средств из «Сиданко» в группе «ОНЭКСИМбанка», монополизация товарных потоков в дочерних компаниях банков-владельцев — «Инкомбанк» и т.д.)<sup>42</sup>.

Банковский кризис 1998 г. резко обострил проблемы ликвидности и несостоятельности, связанные с дефолтом по ГКО, форвардными контрактами, долгом по еврооблигациям, зарубежным кредитам и др. Этот кризис вызвал явную тенденцию к сокращению акционерной собственности ряда крупнейших формальных и неформальных групп, в которых ядром выступали коммерческие банки. Можно выделить *следующие направления*:

— вынужденная продажа акций тех предприятий, которые традиционно составляли ядро инвестиционного портфеля группы (группа «Российского кредита» — акции горно-обогатительных комбинатов, группа «Инкомбанка» — акции кондитерских, металлургических, оборонных компаний<sup>43</sup>);

---

<sup>41</sup> См. также: TACIS, 1998.

<sup>42</sup> Здесь и далее указываются фактические иерархические связи между банками, предприятиями и группами, а не формальная принадлежность.

<sup>43</sup> По имеющимся данным, эти акции (ОКБ Сухого, ФПГ «Магнитогорская сталь», АО «Рот-фронт» и «Бабаевская») были перепроданы аффилированным структурам, а затем сторонним компаниям. В этой связи пока трудно однозначно сказать, шла ли речь о реальной продаже для стабилизации финансов банка, о перекачке активов в новые банки (структуры)-двойники или просто о выводе активов в сугубо частных интересах. Тем не менее указанные процессы типичны для всех кризисных банков.

— попытки избавиться от неликвидных и неприбыльных активов, приобретенных ранее в рамках более крупных корпоративных структур или захваченных в процессе приватизации или стихийного постприватизационного передела (группа «ОНЕКСИМбанка» — предложение о безвозмездной передаче акций «Ангарской нефтехимической компании» государству, что, тем не менее, выгоднее, чем банкротство АНКХ);

— предложения о национализации части активов группы как способ временной защиты от корпоративных агрессоров — при сохранении части акций, менеджеров и контроля за финансовыми потоками;

— добровольный расчет акциями промышленных компаний по своим долгам (например, по некоторым данным, в конце 1998 г. рассматривалась возможность погашения части долгов «ОНЕКСИМбанка» нефтяной компанией «Сургутнефтегаз» акциями РАО «Норильский никель», этот вопрос обсуждался и на переговорах комитета иностранных кредиторов с «ОНЭКСИМбанком» в 1998 г.);

— многие банки в настоящее время не в состоянии расплатиться по кредитам, которые брались под залог акций различных предприятий (так, по имеющимся данным, 30% акций НК «ЮКОС» и 24% (ранее 34) акций НК «Сиданко» являются предметом залога под кредиты; Национальный резервный банк использовал купленные на спецденежном аукционе 8,5% акций РАО «ЕЭС России» в качестве залога для получения зарубежных кредитов и осенью 1998 г., по имеющимся данным, передал 7% акций для покрытия долга);

— арест пакетов акций за долги или продажа отдельных пакетов акций в рамках официальных процедур банкротства.

В целом для ситуации 1998-1999 гг. характерны *следующие особенности*. Во-первых, еще в начале 1998 г. руководители крупнейших российских финансовых групп, ранее активно участвовавших в перераспределении собственности, декларировали переход своих групп к стадии «наведения порядка» и эффективного управления приобретенными активами. В настоящее время условия изменились: следует говорить уже только о переходе от стадии захвата собственности к стадии

сброса активов и тактике выживания в условиях кризиса — минуя стратегию корпоративной реорганизации групп в целях повышения их совокупной эффективности.

Во-вторых, ослабление прежних лидеров означает возможность нарастания агрессии со стороны их более мелких и более благополучных конкурентов, а также со стороны региональных властей, которые ранее не могли тягаться с «московскими» финансовыми группами. Это создает почву для нового спектра корпоративных конфликтов.

Во-третьих, реорганизация крупного бизнеса в 1999-2000 гг. будет связана и с тем, что финансово-промышленные группы в значительной степени утратили возможности работы с государственными средствами и будут вынуждены выйти на рынок частного капитала в поисках новых источников финансирования<sup>44</sup>. Это, в частности, ведет и к новому перераспределению собственности в обмен на финансовые ресурсы.

В-четвертых, на фоне кризиса многих крупнейших банков и финансовых групп вполне закономерно усиление мощи федеральных естественных монополий и тех «автономных империй», которые возникли вокруг крупных корпораций, которые изначально ориентировались на «самодостаточность» и не столь заметно пострадали в ходе финансового кризиса. Естественно, что это усиление может происходить в значительной степени за счет активов и влияния прежних соперников.

В конце 1998 г. РАО «Газпром» рассматривало варианты создания нового металлургического холдинга «Газметалл», в который могут войти приобретенные у группы «Российского кредита» контрольные пакеты акций Лебединского, Михайловского и Стойленского горно-обогатительных комбинатов, а также пакеты акций Оскольского электрометаллургического комбината и, возможно, Новолипецкого металлургического комбината. Таким образом может завершиться история сразу нескольких многолетних скандальных корпоративных войн (борьба за ЛГОК, за НЛМК и др.).

---

<sup>44</sup> Оценка президента «Тройка-Диалог» Р.Варданяна (из «Internet Securities Inc.»).

Среди вертикально-интегрированных нефтяных компаний, по оценкам, в наилучшем положении находятся «ЛУКойл» и «Сургутнефтегаз», которые в 1998-1999 гг. рассмаивали различные варианты экспансии. Видимо, в качестве примера сюда можно отнести и активизацию в 1998-1999 гг. попыток Тюменской нефтяной компании (ТНК) из группы «Альфа» установить контроль над предприятиями НК «Сиданко» («Черногорнефть» и «Кондпетролеум») через возбуждение дел о банкротстве (внешнее управление). Этот прием уже апробирован группой для захвата, например, Ачинского глиноземного комбината или Западно-Сибирского металлургического комбината. Инициирование банкротства самой НК «Сиданко» (которое может быть признано фиктивным) является ответом корпоративному агрессору со стороны основного кредитора и владельца — группы «ОНЭКСИМбанка».

В-пятых, закономерным процессом является усиление «регионализации» перераспределения собственности:

— формирование региональных холдинговых структур под эгидой местных властей (Башкортостан — создание Башкирской топливно-энергетической компании, Владимирская область — создание 4 холдингов в стекольной, льняной, хлопчатобумажной и оборонной отраслях, Москва — Центральная топливная компания и др.);

— попытки пересмотра тех приватизационных сделок, где победителем стали представители центра (общефедеральных групп), других регионов или иностранные инвесторы (например, в 1999 г. продажа «Philips» под давлением властей Воронежской области 89% акций АО «Воронежские электротрубные трубки» за 1 рубль в ФПГ «Российская электроника», в 1998 г. конфликт немецкой Knauf, купившей комбинат «Кубанский цемент», с местными властями и менеджерами, разрешенный, тем не менее, в пользу инвестора и др.);

— отзыв переданных в доверительное управление пакетов акций региональных предприятий (Татарстан — решение об отзыве пакетов 9 крупных АО в управлении зарегистрированной в Москве инвесткомпании «Татинвест-Росс» в 1998 г.);



— попытки аннулирования новых эмиссий акций, которые изменили структуру собственности корпораций региона в пользу «чужих» (Москва, Самара) и т.д.<sup>45</sup>

Активные попытки установления регионального контроля (часто совместно с конкурентами «жертв») в 1998 г. начали власти регионов, в которых присутствуют предприятия нефтяной отрасли. Это конфликты властей Иркутской области и «Сиданко» по поводу АНХК, требования передать под контроль Самарской области местные предприятия «ЮКОС», конфликт Ямало-Ненецкого автономного округа с «Роснефтью» по поводу АО «Пурнефтегаз», конфликт Ненецкого автономного округа с «Коминепть» и др.

В-шестых, это попытки реанимации государственных холдингов в стратегических отраслях экономики. В значительной степени это возможно только на основе перераспределения имущественных долей в крупных российских корпорациях.

Возможным адекватным ответом на активизацию указанных процессов может стать серия слияний и дружественных альянсов между компаниями, входящими в кризисные финансовые группы. В то же время такие слияния будут направлены скорее на усиление совокупных оборонительных позиций или восстановление прежнего лоббистского влияния, а не на достижение экономической эффективности затрагиваемых корпораций и производств. Это обуславливает и шаткость подобных намерений.

В равной степени негативно можно оценить перспективы развития тех промышленных компаний, которые остаются под контролем проблемных банков. Последние скорее всего используют рычаги корпоративного контроля для оздоровления собственных финансов.

Таким образом, при прочих равных условиях, в течение 1999-2000 гг. вполне реалистично формирование новых крупных финансовых структур и, в целом, изменение расстановки

---

<sup>45</sup> Необходимо отметить еще одну тенденцию, характерную как для федерального, так и для регионального уровней в 1998 г.: к формированию семейных (клановых) взаимоотношений в рамках крупных корпораций или в системе «региональная власть - региональные компании».

сил на финансово-промышленном Олимпе. Существенным фактором для активизации этих процессов является и консолидация финансовых ресурсов для предвыборной гонки 1999-2000 гг. В любом случае не приходится говорить пока о стабилизации структуры собственности в российской экономике.

В целом нельзя не согласиться с мнением, что процесс слияния банковского капитала с промышленным носит объективный характер. Разнообразные финансово-промышленные группы, «группы роста», финансовые и промышленные холдинги, создаваемые «снизу» (по инициативе предприятий) — нормальный эволюционный путь развития экономики в любой стране. Проблема, на наш взгляд, заключается в другом: наличие симптомы процесса слияния банковского и промышленного капиталов с государством в его специфической «переходной» форме (отличающейся, как известно, не только положительными чертами, но и такими как, например, разного рода преференции, коррупция, криминалитет, и т.п.). В силу этого институционально-правовая база, равно как и механизмы контроля за реализацией указанных тенденций, должны быть «выше» узкогрупповых (частных и/или государственных) интересов.

На практике это может быть реализовано сегодня только через специальные федеральные законы, исключая любые подзаконные преференции и «особые отношения» отдельных экономических субъектов с государством и предусматривающие жесткий, публичный, конкурентный и детальный механизм допуска, контроля и ответственности. Очевидным условием должна быть и политическая воля как для поддержания данного механизма, так и для его защиты от криминальной составляющей.

# **Часть 2**

**Формирование национальной модели  
корпоративного управления в России и  
защита прав акционеров**

## Глава 3. Основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой

Ни в одной стране с переходной экономикой не существует законодательства по корпоративному управлению (в широком смысле, с учетом всех сопряженных нормативных актов), которое можно было бы оценить как высокоразвитое. Это законодательство «отражает не столько то, что уже есть, сколько то, что должно быть или в лучшем случае находится в стадии становления... Это нечто вроде первой стадии развития права..., но ему благоприятствует то, что оно может опереться на имеющийся в мире опыт и избежать тем самым периода проб и ошибок... Здесь несомненен приоритет континентального права, однако это не исключает возможности использования отдельных удачных конкретных решений англо-американского права. Но в больших порциях эклектика опасна...» (Акционерное общество..., 1995, с. VIII-IX).

---

<sup>46</sup> См., в частности: Акционерное общество..., 1995; Батлер, Гаши-Батлер, 1997; Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Богатых, 1996; Васильев, 1993; Грэй, Хэнсон, 1994; Жамен, Лакур, 1993; Кашанина, 1995; Комментарии..., 1995; Комментарий..., 1995; Кулагин, 1992; Тихомиров, ред., 1998; Чарльзворт, 1958; Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Hay, 1996; Clark, 1986; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997; Phelps, Frydman, Rapaczynski, Shleifer, 1993; Pistor, Turkewitz, 1994; Prentice, Holland, 1993; Simoneti, 1996; Wouters, 1973 и др.

Таблица 8.

**«Стандартные» элементы корпоративного законодательства и их наличие в некоторых странах с переходной экономикой, к концу 1996 г. \***

	<b>Россия</b>	<b>Чехия</b>	<b>Венгрия</b>	<b>Болгария</b>	<b>Польша</b>	<b>Румыния</b>
<b>(1) четкое распределение полномочий по принятию решений</b>	Слабо	есть	Есть	слабо	Есть	слабо
<b>(2) структура правления (двухпалатная — т.е. правление и совет директоров)</b>	Двухпалатное, если число акционеров выше 50	всегда двухпалатное	Всегда двухпалатное	по решению акционеров	Двухпалатное, если уставный капитал выше 0,5 млн. злотых	по решению акционеров
<b>(3) назначение (число голосов для выборов) директоров;</b>	Более 50%	более 50%	Более 50%	более 50%	н.у., часть может быть назначена крупными акционерами	компетенция правления
<b>(4) смещение директоров</b>	Более 50%	более 50%	Более 50%	более 50%	более 50%	более 50%
<b>(5) контроль за правом голоса (доверенности)**</b>	Есть	есть	Есть	есть	есть	есть
<b>(6) правила раскрытия информации и аудит;</b>	Быстрое развитие стандартов	низкий уровень	Высокие стандарты	низкий уровень	высокие стандарты (близкие ЕС)	низкий уровень
<b>(7) права миноритарных акционеров:</b>						
<b>(а) преимущественное право покупки акций;</b>	Есть	есть	Есть	есть	есть	н.д.
<b>(б) квалифицированное (или выше) большинство при важных решениях;</b>	75%	66%	75%	2/3 уставного капитала	может быть 50%, 2/3, 3/4, 4/5	2/3 от 75% кворума

<b>(в) правила поглощений;</b>	Есть	нет	Есть	нет	н.д.	н.д.
<b>(г) кумулятивное голосование;</b>	Есть	н.д.	н.д.	н.д.	есть	н.д.
<b>(д) ограничения на число голосов для 1 акционера</b>	Н.у.	могут быть	Могут быть	н.у.	могут быть	могут быть
<b>(8) участие занятых в наблюдательном совете</b>	Н.у.	1/3-1/2, если число занятых более 50	1/3, если число занятых более 200	н.у.	н.у.	н.у.
<b>(9) минимум для кворума собрания</b>	Свыше 50%	30%	Свыше 50%	по уставу	н.у.	50%
<b>(10) число голосов на 1 акцию</b>	Как правило 1	1	Неограничено	1	от 1 до 5	1
<b>(11) — принудительное исполнение этих норм (enforcement).</b>	Слабо	слабо	Слабо	слабо	слабо	слабо

\* н.д. — нет данных, н.у. — не указано в законодательстве. Информация может быть устаревшей.

\*\* реально зависит (а) от правил доступа к реестрам акционеров и (б) перспективам формирования системы депозитариев, сходной с германской (где банки-депозитарии голосуют за акционеров, не выразивших отношения к поставленным вопросам собрания. Последнее прямо противоположно нормам США, где такие голоса аннулируются). Источники: СЕЕРН, 1992-1997; Грэй, Хэнсон, 1994; Акционерное общество..., 1995.

В таблицах 8-12 дается достаточная справочная информация об общем состоянии проблемы. Имеется также специальная правовая литература, обзор которой не имеет смысла предпринимать в настоящей работе. Здесь мы ограничимся наиболее общими замечаниями.

Диапазон формирующихся национальных моделей в странах с переходной экономикой крайне широк, и использует самые противоположные подходы. С одной стороны, доминирующая ориентация на все более разветвленное и детальное корпоративное законодательство по мере развития реальных процессов и практики корпоративного контроля (это страны, первыми начавшие приватизацию — Россия, Литва, Чехия, Польша, Венгрия). С другой стороны, концепция полного самоустранения государства от проблем корпоративного управления. В качестве примера, по всей видимости, можно приве-

сти Эстонию, где основной расчет сделан на сочетание «концентрированной собственности» (как «панацеи») с косвенной политикой правового регулирования со стороны государства (конкурентная среда, налоги, введение международных норм бухгалтерского учета для реального доступа к информации и соответствующего контроля совета директоров). Этот подход проявляется даже в отношении к миноритарным госпакетам акций, которые могут без каких-либо последствий или санкций «размываться» частными акционерами.

Таблица 9.

**Запреты и процедурные требования в корпоративном законодательстве некоторых стран: сравнение моделей \***

	Самодостаточная модель: Россия, 1995	Разрешающая модель: ЮАР, 1973	Запрещающая модель: Польша, 1991	Частично-самодостаточная модель: Индия, 1956	Смешанная модель: Аргентина, 1988
Прямые запреты					
Запрет на размещенные, но невыпущенные акции.	О	О	Х	О	О
Требование о размещении акций по номинальной стоимости.	О	О	О	О	О
Требования к минимальному уставному капиталу.	Х	О	Х	О	Х
Ограничения на облигации и привилегированные акции.	О	О	Х	О	О
Запрет на приобретение размещенных акций.	О	Х	Х	Х	Х
Запрет на совершение сделок с директорами и иными должностными лицами.	О	О	Х	О	О
Запрет на приобретение дочерними компаниями акций основных компаний.	О	Х	-	Х	Х
ИТОГО	1	2	5	2	3

	Самодостаточная модель: Россия,	Разрешающая модель: ЮАР,	Запрещающая модель: Польша,	Частично-самодостаточная модель:	Смешанная модель: Аргентина
--	------------------------------------	-----------------------------	--------------------------------	----------------------------------	--------------------------------

	1995	1973	1991	Индия, 1956	на, 1988
Процедурные требования					
Принцип голосования: одна обыкновенная акция – один голос.	X	O	O	X	O
Пропорциональное представительство в совете директоров.	X	O	O	O	O
Возможность досрочного прекращения полномочий директоров без каких бы-то ни было оснований.	X	X	X	X	X
Требование об одобрении акционерами сделок с директорами/должностными лицами.	X	O	O	O	O
Требование о принятии решения о заключении имеющих значимость сделок значительным большинством голосов.	X	X	X	X	X
Обязательное право оценки и выкупа акций при реорганизациях или продаже всех активов.	X	X	O	X	X
Голосование акционеров для решения вопроса о приобретении имущества в крупном размере.	X	O	X	X	O
Голосование акционеров для решения вопроса о крупных выпусках обыкновенных акций.	X	O	X	O	O
Обязательное предоставление преимущественного права.	O	O	X	X	X
Право продать акции для акционерного меньшинства при смене контроля.	X	O	O	O	O
Тайное голосование.	O	O	O	O	O
ИТОГО	9	3	5	6	4

\* В таблице в качестве примера приведены выборочные результаты исследования американских и российских юристов по отдельным аспектам законодательных актов о компаниях 17 стран с развивающейся экономикой. Модели классифицировались в зависимости от соотношения в законодательстве прямых запретов и процедурных требований. Исследованные страны распределены авторами следующим образом:

- самодостаточная модель — Россия (1995);
- разрешающая модель — Южная Африка (1973), хотя исследованный закон намного строже законодательного акта штата Делавэр (США);
- запрещающая модель — Польша (1991), Венгрия (1988), Турция (1956);
- частично самодостаточная модель (многочисленные меры защиты интересов акционеров процедурного порядка при наличии незначительного числа прямых запретов). — Малайзия (1990), Сингапур (1988), Нигерия (1990), Индия (1956), Мексика (1981), Чили (1981), Египет (1981);
- смешанная модель (с достаточно большим числом как процедурных ограничений, так и прямых запретов) — Китай (1994), Аргентина (1988), Бразилия (1991), Ю. Корея (1984), Индонезия (1995), Чехия (1992). Последняя тем не менее тяготеет к запрещающей модели.

Некоторые из **прямых запретов** крайне распространены (10-12 стран): общий запрет (за некоторыми исключениями) на приобретение компанией размещенных ею акций, ограничение права компаний выпускать облигации и/или привилегированные акции; запрет дочерним компаниям владеть акциями ос-



новых компаний, требование в части минимальной капитализации. Только в 3 странах запрещены разрешенные, но не выпущенные акции (хотя ограничения на количество акций и сроки действия разрешения более распространены), и только в 2 странах запрещены сделки между компанией и «инсайдерами». Ни один из законодательных актов не содержит требования, чтобы номинальная стоимость акций была равной цене, по которой акции выпускаются (как это имеет место в России).

Наиболее распространенными **процедурными требованиями**, которые должны быть одобрены акционерами, являются фундаментальные вопросы деятельности компании, такие как реорганизация, ликвидация или рекапитализация. Указанное требование отмечено во всех 17 странах, хотя положения о том, какие акционеры обладают правом голоса, кворуме и большинстве голосов, требуемом для принятия решения, существенно различаются. В 15 странах акционеры вправе досрочно прекратить полномочия директоров, не дожидаясь регулярных перевыборов. В 11 странах законы предоставляют акционерам, несогласным с проведением реорганизации или продажей активов компании, право требовать оценки и выкупа принадлежащих им акций по их рыночной стоимости, а также предоставляют преимущественное право на приобретение акций в случае дополнительной эмиссии акций. В 9 странах для обыкновенных акций введен принцип голосования: одна акция – один голос (девять юрисдикций).

Менее распространены требования об одобрении акционерами крупных выпусков акций (5 стран, включая те, что запрещают разрешенные, но не выпущенные акции) и заключения сделок при наличии конфликта интересов между компаниями и их директорами и иными должностными лицами (5 стран). Два важных требования закона об АО – пропорциональное представительство в совете директоров и право акционерного меньшинства продать принадлежащие им акции при контрольных сделках – отмечены, соответственно, только в 2 и 4 странах. Некоторые из защитных механизмов закона об АО как, например, бюллетень для тайного голосования при

избрании членов совета директоров, не предусмотрены ни в одной из изученных стран.

Источник: Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Nay, 1996.

Есть и «оригинальные» общие трактовки самой концепции корпоративного управления и соответствующего государственного регулирования. Так, например, на Украине корпоративное управление и политика правового регулирования в этой области права понимаются следующим образом:

— социальная защита «граждан» и «занятых» (санкции против юридических лиц и менеджеров, которые нарушают «социальные обязательства» компании);

— усиление роли «занятых» в корпоративном управлении;

— усиление прав государства как собственника.

Близкое (к украинскому) понимание проблем корпоративного управления свойственно и Словакии. В Узбекистане корпоративное управление трактуется как принципы взаимоотношений между АО и отраслевыми министерствами<sup>47</sup>.

Если попытаться оценить формальные пути развития соответствующего законодательства (принципы кодификации корпоративного права), то рассматриваемые страны также можно отнести к разным классификационным группам<sup>48</sup>. Очевидно, что в значительной степени это связано с историческим влиянием в континентальной Европе стран-«первопроходцев» в этой сфере — Франции (Гражданский и Торговый кодексы Наполеона 1804-1807 гг.) и Германии (Торговый кодекс Бисмарка 1897 г.).

Базовым разграничением обычно является наличие в стране традиций «гражданского» (civil) права (Франция, Германия и зависимые страны) или «общего» (common) права (Англия, США и зависимые страны). При основополагающем влиянии римского права различные авторы выделяют от двух до четы-

---

<sup>47</sup> Эти оценки сделаны на основе анализа отчетов за 1996 г. официальных представителей указанных стран для конференций CEEP. См.: Bohm, ed., 1996-1997.

<sup>48</sup> Подробно об общей классификации см.: Богатых, 1996, с. 9-33; Васильев, 1993; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

рех страновых моделей: (1) романо-германская (континентальная, кодифицированная, источник — закон) и англо-американская (островная, «общего права», без отраслей права, источник — судебный прецедент); (2) французская, германская и англо-американская; (3) французская, германская, скандинавская и англо-американская.

В континентальной Европе, как и в России, используется общепринятое деление права на публичное (организация государства и его отношения с частными лицами) и частное (регулирование и защита интересов частных лиц). Частное право, в свою очередь, подразделяется на две основные части: гражданское (общие нормы, регулирующие отношения частных лиц) и торговое (отношения частных лиц в связи с извлечением прибыли). «Торговые товарищества» («хозяйственные товарищества и общества») рассматриваются как отрасль торгового права, а «акционерные общества», в свою очередь, как часть «торговых товариществ» («хозяйственных товариществ и обществ») <sup>49</sup>.

Для некоторых стран романо-германской ориентации характерен также так называемый «дуализм» частного права — наличие и Гражданского, и Торгового кодексов (Франция, Германия, Испания, Греция, Турция, Япония). «Монистическое» частное право (т.е. регулирование норм торгового права в рамках единого Гражданского кодекса) имеется в Швейцарии, Италии и других странах, принято в России.

Другим в сущности формальным различием является детализация (или отсутствие таковой) норм акционерного права в специальных законах. Специальные законы, относящиеся к АО (помимо кодексов), имеются в настоящее время в большинстве стран, например, во Франции (закон о торговых товариществах 1966 г.), в Германии (закон об акционерных обществах

---

<sup>49</sup> В англо-американской системе с середины XX века отмечена тенденция выделения торгового права в особый предмет, несмотря на традиционную систему «общего права», а также принят ряд законов в целях упрощения и модернизации права, отмены устаревших прецедентов (Богатова, 1996, с.25-26). Например, в Англии это закон о компаниях 1985 г., в США - модельный закон о предпринимательских корпорациях, принятый во многих штатах.

1965 г.), в Швейцарии (Обязательственный закон), в Японии (закон 1951 г.) и др. В Италии, напротив, деятельность АО регулируется Гражданским кодексом.

Еще одно различие — это «весомость» специального закона по отношению к кодексу. Так, французский закон о торговых товариществах 1966 г. (вместе с Декретом о торговых товариществах 1967 г.) представляет собой по сути самостоятельный новый кодекс, всеобъемлюще регулирующий деятельность прежде всего АО. В некоторых других странах такой специальный закон может только повторять или незначительно детализировать уже описанные в Гражданском (Торговом) кодексе нормы, касающиеся АО.

Наконец, в развитие кодекса может приниматься специальный закон об АО или закон, дополнительно регулирующий всевозможные виды хозяйственных товариществ и обществ. Практически во всех странах с переходной экономикой АО уже являются предметом того или иного типа правового регулирования.

По французскому пути — т.е. специальный детальный закон о компаниях — первой пошла Венгрия (закон о хозяйственных обществах 1988 г., поправки 1991 г.). Естественно, этот закон (300 статей) был намного менее детальным, чем аналогичный французский. В нем, помимо АО, регулируются также товарищество с ограниченной ответственностью и другие типы товариществ.

Аналогичные законы (где АО регулируется наравне с другими видами обществ или товариществ) были приняты в Албании, Болгарии, Казахстане, Монголии и Украине.

По другому кодификационному пути пошла в 1991 г. Чехословакия (затем, соответственно, Чехия и Словакия), где был принят Торговый кодекс, охвативший широкий круг вопросов торгового права. Право товариществ занимает в нем значительное, но не доминирующее, как в венгерском законе, место. Кодекс регламентирует также деятельность кооперативов, договорные обязательства и их обеспечение, отдельные виды

торговых обязательств, конкуренцию, порядок ведения торговых реестров и бухгалтерской отчетности. Торговые кодексы также приняты в Польше, Македонии и Эстонии. Болгарский Торговый закон в определенном смысле можно рассматривать как торговый кодекс.

По оценкам, регламентация права товарищества в рамках торговых кодексов является более краткой, чем в специальных законах. Согласно исторической практике (в том числе Франции и Германии), такая регламентация свойственна начальному этапу развития акционерного права. Затем неизбежно следует этап, требующий большей детализации, особенно с учетом того, что в этой сфере крайне нежелательна регламентация путем подзаконных правовых актов и ведомственных инструкций (Акционерное общество..., 1995, с. XII).

К концу 1996 г. специальные законы об АО (в том числе при наличии Гражданского кодекса) приняты в России, Армении, Латвии, Литве, Молдове и Таджикистане.

В целом же для рассматривавшихся стран с переходной экономикой романо-германские традиции права со всей очевидностью являются доминирующими.

Указанные формальные различия в принципах кодификации и детализации корпоративного законодательства, конечно, не позволяют делать выводы о большем реальном прогрессе в сфере корпоративного управления и защиты прав инвесторов в тех или иных странах.

Тем не менее проведенные, к примеру, в Гарвардском университете сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира (не относящихся к типам «переходной» или «социалистической» экономик) с точки зрения защиты интересов инвесторов представляют очевидный интерес и для дальнейшей разработки корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой. Приведем три основных вывода данного исследования<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Есть также группа стран, где, по имеющимся у авторов данным на начало 1996 г., акционерное законодательство базировалось только на приватизационных актах (Белоруссия, Словения).

<sup>51</sup> La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, pp. 32-35, 40-43.

Во-первых, несмотря на заметные различия законодательства, последнее в большинстве случаев предоставляет инвесторам довольно ограниченный набор прав. При этом страны, относимые к традициям «общего права», предоставляют инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, чем это имеет место в странах «гражданской» (романо-германской) правовой традиции. Если французская модель (наиболее распространенная в мире) в плане защиты инвесторов оценивается как наименее эффективная, то германская и скандинавская модели занимают промежуточное место.

Во-вторых, существуют значительные различия в том, что касается исполнения законодательства (enforcement). Германская и скандинавская модели отличаются наилучшим уровнем исполнения законодательства. Последнее также достаточно сильно в моделях, базирующихся на традициях «общего права», но опять же оценивается как наиболее слабое в странах французской гражданской традиции.

В-третьих, существует явная зависимость между качеством защиты инвесторов и уровнем концентрации владения акциями. В большинстве стран (для крупнейших компаний, акции которых свободно торгуются на рынках) средний показатель концентрации владения акциями у 3 крупнейших акционеров очень высок и составляет 46% (медиана 45%). Эта цифра соответствует первому общему выводу о слабой защите инвесторов в большинстве правовых систем мира.

Дисперсия собственности в таких компаниях, по оценке авторов, есть не более чем миф. Даже в США этот показатель для 10 наиболее капитализированных компаний составляет 20% (медиана 12%). В целом уровень концентрации ниже 30% отмечен только в США, Австралии, Великобритании, Тайване, Японии, Корее и Швеции.

Необычно высокий уровень концентрации отмечен в странах французской модели (для 10 крупнейших негосударственных фирм — в среднем 54% акций принадлежит 3 крупнейшим акционерам), тогда как между другими национальными группами различие не является статистически значимым. Наименьшая концентрация характерна для стран германской

модели (34%). В скандинавских странах этот показатель определен в 37%, а страны «общего права» занимают промежуточные позиции — 43%.

Авторы полагают, что концентрация владения есть в то же время реакция (адаптация) на слабую правовую защищенность инвесторов в рамках национальной модели корпоративного управления. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют отрицательную корреляцию с концентрацией собственности. В то же время высокий уровень концентрации свидетельствует о слабом функционировании рынка капиталов. С точки зрения проведенного анализа это связано с тем, что слабая правовая защищенность мелких инвесторов лишает компании возможности мобилизовать необходимые капиталы.

Данный вывод принципиален и для всех без исключения стран с переходной экономикой<sup>52</sup>. Опираясь на вышеприведенные выводы и данные, можно предположить, что актуальная проблема привлечения инвестиций на приватизированные предприятия не будет решена (в рамках институционального анализа, т.е. абстрагируясь от макро- и микроэкономических условий) даже по завершении процессов борьбы за контроль в новых корпорациях. Концентрация владения, характерная для процесса борьбы за контроль, может расцениваться как способ адаптации нового собственника, но не дает никаких гарантий для новых потенциальных инвесторов в условиях слабого правового регулирования.

Другой важнейший вывод, который можно сделать уже на данной стадии анализа, состоит в том, что попытки ускоренного развития в России и других странах с переходной экономикой корпоративного сегмента рынка ценных бумаг (равно как и его технической инфраструктуры) будут малоэффективны до тех пор, пока они не будут опираться на постоянное совер-

---

<sup>52</sup> Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.

шенствование механизмов защиты инвесторов и системы исполнения законодательства.

При этом существуют определенные объективные различия на уровне фундаментальных тенденций эволюции права. Так, некоторые исследователи при сравнении корпоративного права (в широком смысле, как определенных правил поведения организации/фирмы) в России и в развитых странах отмечают тенденцию общего порядка, которая связана со спецификой перехода от централизованной к рыночной экономике. В развитых странах корпоративное право имеет тенденцию к сужению, тогда как массив публично-правовых норм неуклонно расширяется. Напротив, в России наблюдается интенсивный процесс расширения сферы действия корпоративного права (Кашанина, 1995, с. 367-369).

В целом, несмотря на указанные выше различия, можно выделить несколько общемировых тенденций, которые характерны для дальнейшего совершенствования корпоративного права:

- усиление требований «прозрачности» (раскрытия информации) АО;
- параллельный процесс усиления полномочий органов управления АО и контроля за органами управления со стороны акционеров;
- расширение судебного контроля за деятельностью АО;
- развитие законодательства по защите прав мелких акционеров по всему спектру проблем (преимущественное право покупки акций новых выпусков, квалифицированное (или выше) большинство, правила слияний и поглощений, кумулятивное голосование и др.);
- развитие законодательства по защите прав кредиторов АО;
- ужесточение регламента выпуска акций, изменения уставного капитала, введение требований недопустимости увеличения прибыли за счет основного капитала;
- сближение правового статуса акции и облигации;
- особое внимание к вопросам реорганизации АО, преобразования АО в другие виды обществ и наоборот;



— ужесточение регулирования взаимоотношений между различными юридически независимыми, но экономически взаимосвязанными АО (например, понятие «группы» во французском праве)<sup>53</sup>.

Как видно из этого краткого перечня, указанные проблемы не менее актуальны и для многих стран с переходной экономикой (в том числе и для России), преобразования в которых уже достигли определенного качественного уровня.

---

<sup>53</sup> См., например: Акционерное общество..., 1995, с. XII-XIII; Васильев, 1993; Кашанина, 1995; Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years. Oxford, 1992.

## Глава **4**. Развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления и защиты прав акционеров

Идеолого-правовое (отнюдь не реальное) оформление института частной собственности в СССР произошло весной 1991 г. Чтобы осознать неизбежность этого шага властям потребовалось четыре года бесплодных попыток вывести страну из углубляющегося кризиса посредством косметических реформ типа предоставления хозяйственной самостоятельности госпредприятиям, изобретения суррогатов частной собственности типа «права полного хозяйственного ведения», разрешения кооперативных и арендных предприятий. На рубеже 1990-1991 гг. постепенно пришло и осознание факта неизбежности приватизации в СССР и России, без чего — при наличии всеподавляющего госсектора — не было смысла говорить ни о праве частной собственности, ни об акциях и рынках ценных бумаг или иных атрибутах рыночной экономики<sup>54</sup>.

Закон СССР «О собственности в СССР» от 6 марта 1990 г. и поправки к Конституции СССР от 14 марта 1990 г. (ст.10-13) допускали наличие в собственности граждан и негосударственных юридических лиц средств производства, ценных бумаг и иных материальных и нематериальных объектов и прав, приносящих доход.

---

<sup>54</sup> См. также: Радыгин, 1994, 1995, 1996.

По крайней мере декларативно все три легальные формы собственности — собственность граждан, коллективная (включая акционерную) и государственная — были объявлены равными с точки зрения объема прав и защиты. Союзный закон о собственности стал, помимо всего прочего, первым актом, допускающим возможность инкорпорирования и приватизации: в ст. 10 предусматривались такие методы «образования и приумножения коллективной собственности» как аренда госпредприятий работниками с последующим выкупом и преобразование госпредприятий в АО. Тем не менее, в силу отсутствия конкретных технических процедур (легальных) такие методы носили экспериментальный и единичный характер.

В «Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик», принятых 31 мая 1990 г., появилась отдельная глава, посвященная ценным бумагам. Под ценной бумагой понимался «документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа». К ценным бумагам отнесены облигации, чеки, векселя, акции, коносаменты, сберегательные сертификаты и другие документы, выпускаемые в соответствии с законодательством в качестве ценных бумаг. Хотя практически все указанные виды ценных бумаг, по крайней мере в единичных случаях, появились уже в 1990-1991 гг., вплоть до начала реальных приватизационных программ в России и других экс-республиках СССР государственные облигации и некоторые бумаги, связанные с торговым и кредитным оборотом, оставались доминирующей разновидностью. Тем не менее само появление такого раздела можно оценивать только положительно, тем более если учесть, что последнее упоминание об акциях было изъято из законодательства СССР в 1962 г., а АО образца 1989-1990 гг. создавались преимущественно специальными актами правительства.

Первым актом о компаниях, основанным на нормах нового закона о собственности и Основ гражданского законодательства, стал Закон СССР «О предприятиях в СССР» от 4 июня 1990 г., предусматривавший такие виды предприятий как: ос-

нованные на собственности граждан (индивидуальное, семейное); основанные на коллективной собственности (коллективное, производственный кооператив, принадлежащее кооперативу, АО или иное хозяйственное товарищество, предприятия общественных и религиозных организаций); государственные и совместные (смешанные). Аналогичный российский закон был принят в декабре 1990 г. Основным концептуальным недостатком этого нормативного акта было положение о том, что образуемый за счет вкладов участников уставной (складочный) капитал хозяйственных обществ и товариществ остается в долевой собственности участников, а не переходит в собственность созданного ими юридического лица. Это абсурдное положение породило путаницу в вопросе об ответственности хозяйственных товариществ и обществ по своим обязательствам.

Как уже отмечалось выше, первым российским нормативно-правовым актом, подробно регламентирующим правовое положение АО, права и обязанности акционеров, порядок создания, деятельности, реорганизации и ликвидации АО, стало Положение об акционерных обществах, утвержденное Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 601. В частности, разрешался выпуск только именных акций, как обыкновенных, так и привилегированных. При этом акция определялась как ценная бумага, выпускаемая АО и удостоверяющая право собственности на долю в уставном капитале АО (ст. 43, 47)<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> В отношении собственно рынка ценных бумаг оно было дополнено Положением «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», утвержденным постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78. Последнее определило ценную бумагу как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ (ст. 1). В этом документе по сути впервые затрагивались вопросы эмиссии и обращения корпоративных бумаг, а также деятельность фондовой биржи. Предусматривалось, что ценные бумаги могут существовать в виде обособленных документов или записей на счетах. Введены понятия “производных ценных бумаг” и “участников рынка ценных бумаг”. К последним отнесены “эмитенты”, “инвесторы” и “инвестиционные институты” (посредники-финансовые брокеры, инвестиционные консультанты,

Экономические и особенно политические реалии вынуждали государство искать компромиссное решение между комплексным, рациональным механизмом корпоративного управления и сохранением традиционных элементов, характерных для управления государственными предприятиями. Главная задача состояла в том, чтобы компромиссы, ведущие к сохранению ряда старых структур (хотя бы в преобразованной форме) или к сохранению властных позиций прежних руководителей, дополнялись ясным и детальным законодательством, с четким разделением компетенции и установлением действенного и многостороннего контроля<sup>56</sup>. Эта задача не была решена в первой половине 90-х гг.

Специфика приватизации нашла свое отражение в Типовом уставе акционерного общества открытого типа, утвержденном Указами Президента РФ № 721 от 1 июля 1992 г. и № 1392 от 16 ноября 1992 г. Все АО, создаваемые в рамках приватизационной программы, выводились за рамки общего законодательства. В частности, предусматривались особые типы акций (А и Б), а контроль за соответствующими эмиссиями и корпоративным законодательством возлагался на Госкомимущество РФ и Российский фонд федерального имущества (их региональные структуры).

С точки зрения процесса создания АО Постановление № 601 исходило из добровольного учреждения АО снизу, а Указ № 721 — из принудительной корпоратизации, осуществляемой Госкомимущества РФ и соответствующими местными комитетами. В отношении управления и контроля оба документа принципиально не различались.

Постановление № 601 и Указ № 721 определяли три органа управления акционерным обществом — собрание акционеров, Совет директоров и Правление. Кроме того, в каждом АО предусматривалось создание ревизионной комиссии. Однако как первый, так и второй акты не обеспечивали четкое разделение компетенций (а значит, разделение власти) между раз-

---

инвестиционные компании, инвестиционные фонды). Общее регулирование возлагалось на Министерство экономики и финансов РСФСР.

<sup>56</sup> Подробно см.: IET-IRIS, 1995.

личными органами управления, недостаточно регламентировали их деятельность. Главный недостаток принятого порядка управления АО заключался в переплетении — как личностном, так и функциональном — Совета Директоров и Правления. Следствием такого переплетения стало практическое отсутствие постоянно действующего контрольного органа собственников (акционеров). Собрание акционеров определялось как высший орган управления обществом, за которым закреплены весьма важные функции, однако на практике носило во многом формальный характер (например, отсутствовало важнейшее право досрочного отзыва полномочий членов Совета директоров и правления).

Вместе с тем, указанные законодательные акты чрезмерно ограничивали свободу хозяйственной деятельности исполнительного органа АО, который должен быть единственным органом непосредственного хозяйственного управления. В то же время нечеткое закрепление полномочий позволяло внести в устав АО такие формулировки, которые могли привести к взаимному блокированию деятельности Совета директоров и «парламентского» собрания акционеров.

К компетенции Совета директоров были отнесены все вопросы деятельности АО, кроме тех, которые отнесены к исключительной компетенции собрания акционеров. Фактически Совет директоров во главе с Генеральным директором был превращен в единственный реально управляющий орган. Правление в этом случае могло быть лишь инструментом для конкретной реализации принятых решений (т.е. исполнительным органом в прямом смысле слова), но не самостоятельным управляющим органом. Видимо, не случайно в Типовом уставе компетенция Правления была фактически не определена.

При такой системе практически упразднялся постоянно действующий институт контроля собственником (акционером) деятельности назначенных управляющих. Совет директоров при подобном положении дел не мог выполнять реальные функции контроля над Правлением в интересах акционеров, ибо оба органа переплетены между собой и оба действуют под руководством генерального директора. По существу, в АО

имелись два подразделения генеральной дирекции корпорации, и на предприятиях зачастую недоумевали, зачем иметь два дублирующих органа, если их вполне можно объединить в один. На практике обычно руководители линейных подразделений и основные заместители директора (по производственным вопросам, по экономике) образовывали Совет директоров, а руководители функциональных подразделений (главный инженер, главный энергетик и т.д.) — Правление. Вряд ли такое формальное разделение сотрудников аппарата было способно повысить эффективность управления и контроля в АО.

Практическим итогом такого подхода, во-первых, стала ситуация, когда старая производственная структура управления сохраняется и довлеет над слабыми (или, точнее, подчиненными) формами, типичными для АО. Общие собрания носили формальный характер, на них решались преимущественно производственные и социальные вопросы и лишь в небольшой мере финансовые.

Во-вторых, бывший генеральный директор государственного предприятия становился неограниченным властителем и в новом АО, не только оставаясь генеральным директором, но и возглавляя Совет директоров. По сути, генеральный директор сосредоточивал в своих руках управление и капиталом, и производством. Контролируя не только Совет директоров и Правление, но через них значительный пакет акций, сохраняя влияние на персонал, также имеющий немалое число акций, генеральный директор еще более укреплял свое положение фактического хозяина корпорации. При этом, в рамках имевшегося законодательства, ответственность (санкции) за результаты своего руководства практически отсутствовала.

К середине 90-х годов стало очевидно, что действовавшая нормативная база начала реально сдерживать развитие корпоративного сектора, рынка ценных бумаг, приток инвестиций. Она была пригодна как промежуточная модель для 1991-1994 гг., но уже не годилась для тех условий, которые сложились в постприватизационный период.

С 1 января 1995 г. основой законодательной базы в области АО и ценных бумаг стала часть первая Гражданского кодекса

РФ, предметом регулирования которого является в том числе АО как организационно-правовая форма коммерческой организации и ценные бумаги как объекты гражданских прав<sup>57</sup>.

Вместе с тем, кодекс содержит лишь самые общие нормы регулирования АО. Он определяет лишь общую структуру управления АО, устанавливает минимальный набор функций, относящихся к исключительной компетенции общего собрания. В отношении деталей в нем дается отсылка либо к базовому закону об АО, либо к имеющемуся приватизационному законодательству.

В отличие от утратившего силу закона о предприятиях (за исключением ст. 34 и 35), введено четкое разграничение закрытого АО и общества с ограниченной ответственностью<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> В отношении ценных бумаг была предпринята попытка одновременно решить следующие проблемы: (1) расширить по сравнению с Постановлением № 78 (которое регулировало лишь акции и облигации) предусмотренный законом перечень видов ценных бумаг; (2) пересмотреть некорректное определение акции, содержащееся в Постановлении № 601, в соответствии с которым акция удостоверяет право собственности на долю уставного капитала акционерного общества, а не обязательственное право требования акционера к обществу; (3) остановить спонтанный процесс появления новых типов ценных и квази-ценных бумаг. Тем не менее кодекс по сути повторил определение, данное в «Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик»: ценной бумагой является документ, удостоверяющий имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении (ст. 142). К ценным бумагам отнесены: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги (ст. 143). Этот перечень не является закрытым, однако появление новых типов ценных бумаг отныне возможно лишь на основе законодательства. Следуя сложившимся юридическим традициям, кодекс допускает существование акций лишь в форме именной ценной бумаги. Кодекс также не признает «бездокументарные» акции (в виде записей на счетах) самостоятельным видом ценной бумаги, рассматривая их лишь как особый способ фиксации прав акционеров (ст. 149) наравне с ведением реестра акционеров в специальных книгах. См.: Комментарий..., 1995.

<sup>58</sup> В силу российской правовой специфики крайне трудно подыскать прямые терминологические аналоги понятиям «закрытое АО» и «открытое АО» в западных правовых концепциях. В содержательном плане имеет смысл исходить из определений Гражданского кодекса РФ (ст. 97) и Закона РФ «Об акционерных обществах» (ст. 7). Согласно этим документам, между открытым и закрытым АО различие состоит в: (1) наличии у акционеров права отчуждать принадлежащие им акции без учета преимущественного права покупки со стороны других акционеров; (2) наличии у АО права проводить открытую подписку на свои акции и



Трехзвенная система управления предусмотрена для крупных АО с числом акционеров более 50. Помимо общего собрания в таких обществах действует Совет директоров, который, в отличие от функций, закрепленных в Постановлении № 601, призван представлять интересы акционеров и исполнительным органом не является. Исполнительная дирекция, в свою очередь, имеет «остаточную» компетенцию.

Вместе с тем, с экономической точки зрения, положения части первой Гражданского кодекса об АО не обеспечивают выполнения АО своей основной задачи — быть организационно-правовой формой привлечения капиталов в экономику. По оценке Международного института развития правовой экономики, это связано с: (1) отсутствием последовательности в применении принципа ограниченной ответственности юридического лица, что создает для акционеров дополнительные неконтролируемые риски (так, в соответствии с ч. 3 ст. 56 ГК РФ на акционеров, которые имеют возможность определять дей-

---

осуществлять свободную продажу; (3) количестве акционеров (число акционеров закрытого АО не может превышать 50).

При этом в новом ГК ликвидирована имевшая место аналогия между «товариществом с ограниченной ответственностью» и закрытым АО. Согласно ст. 66, хозяйственными товариществами (полное товарищество и товарищество на вере или коммандитное) и обществами (АО, общество с ограниченной ответственностью, общество с дополнительной ответственностью) признаются коммерческие организации с разделенным на доли (вклады) учредителей (участников) уставным (складочным) капиталом. Общий признак товариществ и обществ - наличие уставного капитала и право собственности общества (товарищества) на имущество (участники же имеют обязательственные права в отношении этих обществ или товариществ). Различие состоит в: (1) общество может быть учреждено 1 лицом, а товарищество не может в силу необходимости договора; (2) общество - это объединение капиталов, товарищество - объединение лиц; (3) товарищества детально регулируются самим ГК, тогда как для АО и ООО имеется отсылка к специальному закону.

Что касается различий между закрытым АО и ООО (в терминологии нового кодекса), то они в равной степени относятся и к открытому АО и сводятся к следующему: (1) уставный капитал ООО разделен на доли участников, уставный капитал АО - на акции, т.е. обязательственные права акционера фиксируются определенным способом и оформляются как ценная бумага; (2) отсюда вытекает более упрощенный для акционера способ размещения и переуступки данных прав, тогда как в ООО переуступка доли юридически намного сложнее; (3) участник ООО, в отличие от акционера, имеет абсолютное право выхода из общества (т.е. в любое время и независимо от согласия других участников).

ствия АО, может быть возложена субсидиарная ответственность по обязательствам АО при банкротстве, если оно вызвано действиями акционеров); (2) отсутствием механизма для своевременного привлечения необходимого капитала (сложности в привлечении капитала заключаются в необходимости внесения изменений в устав АО для выпуска дополнительных акций и установлении ограничений на выпуск облигаций); (3) недостаточной защитой прав акционеров, от уровня которой в конечном итоге зависит и возможность привлечения капитала в АО<sup>59</sup>.

Важнейшим событием в сфере корпоративного законодательства стало принятие в 1995 г. и вступление в силу с 1 января 1996 г. Федерального закона «Об акционерных обществах»<sup>60</sup>. После его вступления все приватизированные предприятия, доля государства в уставном капитале которых ниже 25% и у которых истек срок действия планов приватизации, подпадают под действие общего законодательства об АО.

Среди важнейших положений закона выделим лишь несколько:

- модифицированы процедуры, полномочия и исключительная компетенция собрания акционеров (наиболее существенно — собрание не имеет права решать любые вопросы деятельности АО);

- предусмотрен значительный объем полномочий и исключительная компетенция совета директоров АО;

- ежегодное переизбрание всех членов совета директоров (но при возможности неограниченного числа переизбраний);

- возможность досрочного прекращения полномочий члена совета директоров;

- члены коллегиального исполнительного органа АО не могут составлять большинство в совете директоров, а лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа АО, не может быть одновременно председателем совета директоров;

---

<sup>59</sup> См.: ФКЦБ, 1995.

<sup>60</sup> Подробно см.: МИРПЭ, 1996; Тихомиров, ред., 1998; Федеральный закон..., 1996; Black, Tarassova, 1996.

- введение для лиц, входящих в органы управления, ответственности (солидарной ответственности) перед АО;
- подтверждена концепция уставного капитала АО, являющегося суммой номиналов размещенных акций АО;
- введено понятие «кумулятивных привилегированных акций» (с отложенной выплатой дивидендов);
- введено понятие «объявленных акций», которые АО вправе размещать дополнительно к размещенным акциям;
- введено понятие «фонд акционирования работников АО», который формируется из чистой прибыли;
- сохранено понятие «чистых активов АО», с величиной которых связаны процедуры уменьшения уставного капитала (если чистые активы меньше уставного капитала) или ликвидации АО (если чистые активы меньше минимально возможного уставного капитала);
- при размещении акций и иных ценных бумаг вводится понятие «рыночной стоимости (цены)», которая определяется советом директоров;
- специализированный регистратор должен вести реестр акционеров, если число таковых превышает 500 (против 1000 в прежних актах);
- определен срок в 3 дня для внесения записей в реестр акционеров.

В целом содержание данного закона вызвало неоднозначную реакцию.

С одной стороны, по оценкам ряда экспертов, этот закон явно ориентирован на интересы менеджеров предприятий. В этом смысле можно говорить о развитии традиций Постановления № 601 и Указа № 721. С другой стороны, ряд новых положений, предусматривающих различные механизмы защиты прав акционеров и ответственности менеджеров, свидетельствует о том, что данный закон в целом обеспечивает потенциальную возможность соблюдения разумного баланса интересов.

С учетом новых положений о защите интересов акционеров сторонники процедурного (самодостаточного) подхода видят преимущества данного закона в том, что он позволяет создать

оппозицию инсайдерам и использовать интересы значительно по числу акционерного меньшинства в целях обеспечения существенной защиты интересов акционерного меньшинства (см. ниже).

Другие исследователи, ориентируясь, по-видимому, на запретительные традиции корпоративного права континентальной Европы, отмечают, что «закон рассчитан главным образом на защиту интересов крупных собственников в ущерб правам мелких акционеров и работников акционерных обществ», а «общая направленность закона и отдельные его нормы во многих случаях не обеспечивают, а порой прямо ущемляют права и интересы акционеров, гарантированные Гражданским кодексом РФ» (Тихомиров, ред., 1998, с. 4-5).

Наконец, некоторые юристы — сторонники американского подхода (концепции, заложенной в корпоративных традициях штата Делавэр) — полагают, что в настоящем виде российское открытое АО приспособлено преимущественно для предприятий малого и среднего бизнеса масштабов континентальной Европы. Вместе с тем, для российских корпораций, которые по своим масштабам необходимо отнести к корпорациям международного класса, требуется громадная концентрация капитала, которая может быть получена от институциональных и частных источников только при наличии подлинно корпоративной структуры (Батлер, Гаши-Батлер, 1997, с. 42).

Бесспорным преимуществом данного закона является его относительно высокая степень детализации, которая позволяет минимизировать отсылки к другим — подзаконным — документам. Тем не менее современную правовую базу в области корпоративного законодательства можно охарактеризовать как находящуюся на этапе формирования и требующую дальнейшего развития, которое может осуществляться по двум основным направлениям:

- совершенствование ранее принятых нормативных актов;
- принятие новых нормативных актов для заполнения правовых пробелов.

Особого внимания заслуживает вопрос *защиты прав акционеров*. Базовые документы по АО (Постановление № 601 и

Указ № 721) первой половины 90-х годов предусматривали лишь стандартный набор прав акционеров: право участия в общем собрании, право на дивиденд и на долю в имуществе при ликвидации АО. Методические рекомендации Госкомимущества РФ по применению Основных положений от 22 июля 1994 г., которые аккумулировали важнейшие действующие нормы законодательства 1993-1994 гг., содержали три запрета в интересах акционеров:

— на эмиссию дополнительных акций, если более 25% уставного капитала АО находится в государственной собственности (ранее — более 10%);

— на увеличение уставного капитала АО путем изменения номинальной стоимости ранее выпущенных акций (в том числе в связи с переоценкой основных фондов предприятия) до продажи 90% первоначально выпущенных акций;

— на куплю-продажу, передачу, обмен долями (акциями) между юридическими лицами, в уставном капитале которых доля государства превышает 25%.

Со вступлением в силу Федерального закона «Об акционерных обществах» можно говорить о некотором позитивном правовом сдвиге (см. также таблицу 8). С точки зрения защиты интересов акционеров (прежде всего миноритарных внешних) наиболее важными новациями закона являются:

— право требовать созыва внеочередного собрания для акционера (акционеров), имеющих не менее 10% голосующих акций (в Польше, например, также 10%, но с правом снижения этого барьера);

— обязательное кумулятивное голосование при выборах совета директоров в АО с числом акционеров более 1000;

— право акционеров, владеющих не менее чем 1% размещенных обыкновенных акций (или самого АО), обращаться в суд с иском к членам совета директоров или правления о возмещении убытков, причиненных обществу;

— право голоса для владельцев привилегированных акций в некоторых случаях;

— введен институт «независимых директоров» (ст. 83), к которым относятся члены совета директоров, не являющиеся

единоличным исполнительным органом АО или членом коллегиального исполнительного органа, если при этом его близкие родственники не занимают должностей в органах управления АО;

— вслед за Гражданским кодексом РФ (ст. 100) зафиксировано преимущественное право акционеров-владельцев голосующих акций приобретать акции, дополнительно размещаемые АО, пропорционально количеству принадлежащих им голосующих акций АО (ст. 40) для сохранения неизменной их доли в уставном капитале АО, если это предусмотрено уставом АО и предполагается открытая подписка с оплатой деньгами<sup>61</sup>;

— введено право акционеров требовать от АО выкупа принадлежащих им акций по «справедливой» рыночной цене (определяемой независимым оценщиком-аудитором), в случаях реорганизации, совершения крупных сделок или изменений в уставе АО с последующим ухудшением правового положения акционеров (ст. 75-76). При этом для АО введен лимит на такой выкуп в размере 10% его чистых активов<sup>62</sup>;

— введено понятие «крупных сделок» (ст. 77-79), предмет которых является имущество стоимостью более 25% балансовой стоимости активов АО или размещение обыкновенных (конвертируемых) акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций (при стоимости имущества до 50% стоимости активов необходимо единогласное решение совета директоров, свыше 50% — 3/4 голосов акционеров);

— впервые предусмотрено (в основном для создания препятствий скупки контрольного пакета), что при приобретении

---

<sup>61</sup> Например, это право было реализовано при увеличении уставного капитала за счет дополнительных эмиссий акций (в связи с переоценкой основных фондов 1995 г.) в ряде энергетических АО - «Красноярскэнерго», «Саратовэнерго», «Архэнерго» и др.

<sup>62</sup> Впервые эта норма была введена Указом Президента РФ № 784 от 31 июля 1995 г. «О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров» (который также внес изменения в Указ «О мерах по обеспечению прав акционеров» № 1769 от 27 октября 1993 г.). Практика ее применения пока не известна, хотя как возможный шаг рассматривалась, например, банком «Российский кредит» в ходе конфликта с руководством Лебединского горно-обогатительного комбината.

30% и более обыкновенных акций АО соответствующее лицо (аффилированные лица) обязано сделать акционерам АО предложение продать их обыкновенные акции по цене не ниже средневзвешенной цены приобретения акций АО за последние 6 месяцев перед покупкой 30% и более (ст.80);

— введено понятие «заинтересованности в совершении сделки», определены перечень «заинтересованных лиц» (члены совета директоров, правления и др. с учетом аффилированных лиц) и их обязанности перед АО (ст. 81-82);

— введены более жесткие требования к раскрытию информации в интересах акционеров и «соучастников» корпорации.

Последняя проблема имеет принципиальное значение для дальнейшего развития национальной модели корпоративного управления (см. п. 8.3).

Таблица 10.

**Нарушения законодательства эмитентами  
(по данным проверок ФКЦБ)**

	107 эмитентов сентябрь 1994 - декабрь 1995		52 эмитента декабрь 1995 - декабрь 1996	
	Число АО	% от прове- ренных	Число АО	% от прове- ренных
Нарушения по выплате дивидендов*	54	50	36	69
Расхождения между реестром акционеров и первичным распределением*	24	22	10	19
Самостоятельное ведение реестра эмитентом с числом акционеров свыше 500	22	21	7	13
Нарушения, связанные с оформлением и выдачей документов, подтверждающих права собственности на акции*	21	20	14	27
Ведение реестра с нарушением установленных сроков	19	18	5	10
Нарушения в процессе передачи ведения реестра*	19	18	16	31
Нарушения при выкупе и приобретении эмитентом собственных	16	15	11	21

	107 эмитентов		52 эмитента	
	сентябрь 1994 - декабрь 1995		декабрь 1995 - декабрь 1996	
акций				
Нарушения процедуры проведения общего собрания акционеров	10	9	10	19
Нарушения процедуры проведения и отражения в реестре дополнительной эмиссии акций*	6	6	6	12

\* — часть нарушений происходит по вине регистраторов.

Источник: ФКЦБ

Следует отметить и дестабилизирующее значение некоторых правовых решений в области прав акционеров для притока инвестиций. Наиболее ярким примером является принятие Федерального закона от 07.05.98 № 74-ФЗ «Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации «Единая энергетическая система России» и акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности». В соответствии со ст. 3 установлено, что в собственности иностранных государств, международных организаций, иностранных юридических лиц, а равно их аффилированных российских юридических лиц, иностранных физических лиц может находиться до 25% всех видов акций РАО. При этом на момент принятия закона в иностранной собственности уже находилось около 30% акций РАО.

По некоторым оценкам, принятие этой квоты, гипотетически означающей требование национализации определенного пакета акций, стало одним из ключевых факторов падения фондового рынка России в мае 1998 г. Показательно, что этот фактор был в сущности психологическим, ибо легальное доведение доли иностранцев до требуемой величины было малореальным. Так, существует только один легальный способ снижения этой доли — дополнительная эмиссия, которая возможна лишь после решения общего собрания (у иностранцев — блокирующий пакет, у правительства — контрольный), затем — регистрация этой эмиссии в ФКЦБ, которая имеет основания в отказе в соответствии с Гражданским кодексом РФ.



Есть и несколько позитивных примеров. Так, например, в феврале 1998 г. ФКЦБ предприняла ряд мер против нефтяной компании «СИДАНКО»: признан несостоявшимся выпуск конвертируемых облигаций, который мог бы изменить структуру акционеров компании в ущерб иностранным портфельным инвесторам. В отношении дочерних компаний НК «ЮКОС» — «Юганскнефтегаз» и «Самаранефтегаз» ФКЦБ потребовала привести в соответствие с законом решения общих собраний акционеров, не учитывавшие интересы и права мелких акционеров. ФКЦБ предпринимала также ряд мер против политики разводнения уставного капитала в ущерб части акционеров в других российских АО.

Также ФКЦБ отказала НК «Сибнефть» в регистрации эмиссии 500 млн. акций, предназначенных для обмена на акции дочерних предприятий «Ноябрьскнефтегаз» и «Ноябрьскнефтегазгеофизика» в рамках перехода компании на единую акцию. В основе конфликта лежит протест представителей иностранных портфельных инвесторов «Ноябрьскнефтегаз» (июнь 1998 г.) по поводу предлагавшегося коэффициента обмена акций. Порядок размещения эмиссии должен быть определен на внеочередном собрании акционеров.

В 1998 г. принят ряд нормативных документов, направленных на защиту прав акционеров:

— Постановление ФКЦБ № 8 от 20 апреля 1998 г. «Об утверждении положения о порядке проведения общего собрания акционеров путем проведения заочного голосования и внесении дополнений в положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» (урегулированы вопросы участия в собрании владельцев привилегированных акций при невыплате им дивидендов и др.);

— Постановление ФКЦБ № 9 от 20 апреля 1998 г. «Об утверждении положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки и о внесении изменений и дополнений в стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвер-

жденные Постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 г. № 19» (отмечено исключительное право общего собрания акционеров принимать решение о размещении, введен срок, в течение которого акционеры могут приобрести размещаемые акции (месяц), урегулированы некоторые вопросы крупных сделок и сделок, в отношении которых имеется заинтересованность, требования касательно информирования акционеров о решении и итогах размещения).

Суть последнего документа состоит в упреждении возможных нарушений при размещении акций и других ценных бумаг АО во избежание конфликтов, начинающихся уже по итогам размещения. Документы блокируют также ряд других приемов, направленных на ущемление прав мелких акционеров.

Таким образом, текущее регулирование в области защиты прав акционеров сводится к двум основным направлениям: оперативная реакция на действия конкретных эмитентов и подготовка специальных нормативных документов, регулирующих те или иные конкретные вопросы защиты акционеров.

Вместе с тем, сами по себе правовые защитные механизмы (против прежде всего злоупотреблений менеджеров или при поглощениях), хотя и соответствуют общепринятым стандартам, вступают в противоречие с реальной практикой. Гораздо труднее добиться защиты своих прав на практике, даже если буква закона не подлежит никаким интерпретациям. В этой связи общей и принципиально важной проблемой для всех без исключения стран с переходной экономикой является проблема исполнения законодательства (см. п. 8.4). По многим объективным и субъективным причинам ее решение в подавляющем большинстве стран находится на начальной стадии.

## Глава 5. Оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России

Именно слабая инфраструктура исполнения законодательства (суды, юристы, бухгалтеры, аудиторы, коррупция) и слабая «внешняя» среда для принуждения менеджеров к исполнению норм корпоративного права (рынок капиталов, угроза банкротства, прозрачность информации и т.д.) являются стимулом для разработки специфических правовых моделей корпоративного законодательства (World Bank, 1996, p. 91).

В целом с точки зрения защиты инвесторов некоторые исследователи выделяют следующие модели корпоративного закона:

— «запрещающая» для США и Великобритании в конце XIX века, современной континентальной Европы, включая страны с переходной экономикой, в силу слабого рыночного контроля;

— «разрешающая» для Великобритании, США, Южной Африки;

— «самодостаточная» для России (по закону 1995 г., хотя авторы Гражданского кодекса РФ использовали элементы запрещающего подхода из прошлого опыта США и России), многих государств бывшей Британской империи;

— «смешанная» для большинства развивающихся стран (см. таблицу 9)<sup>63</sup>.

Конечно, запрещающая, самодостаточная и разрешающая модели являются идеальными типами. Запрещающая модель прямо накладывает запрет на совершение компанией определенных действий, которые допускают возможность противоправного поведения, такие как сделки, в совершении которых имеется заинтересованность, реорганизация в форме слияния (когда выкупаются акции только одного из реорганизуемых обществ, а не акции общества, образующегося в результате слияния). Запрещающие законодательные акты страдают серьезными недостатками даже в развивающихся экономиках:

— ограничивают свободу выбора менеджеров в принятии потенциально законных коммерческих решений;

— многие формальные запреты теряют смысл по мере того, как практики находят пути их обойти (классическим англо-американским примером является отмирание защитной функции уставного капитала, которое последовало вслед за предложением акций низкой номинальной стоимости)<sup>64</sup>;

— с течением времени строгие прямые запреты будут иметь тенденцию к смягчению законодателем в целях удовлетворения коммерческих потребностей или политических требований менеджеров (так, например, в России, уже имеющей большое число акционерных обществ, контролируемых менеджерами, было бы политически наивным ожидать от законодателя запрета на заключение всех сделок, преследующих корыстные устремления);

— запрещающие законодательные акты требуют существенного судебного или административного участия и виртуозной судебной интерпретации.

---

<sup>63</sup> Здесь и далее описание указанных моделей и перевод терминов основаны на следующих источниках: Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Hay, 1996; Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997. Авторы переводят понятие «self-enforcing model» в широком смысле как «самодостаточная модель», полагая, что «самообеспечение исполнения» (т.е. «self-enforcement» в строгом смысле) как добровольность исполнения есть важная, но не исключительная черта данной модели закона об АО.

<sup>64</sup> См.: Clark, 1986, § 14.3.

Разрешающая модель, в которой остается много правовых пробелов (на усмотрение самой компании) в силу специфики прецедентного права и рыночных механизмов контроля, характеризует современное законодательство о компаниях США и Великобритании. Принято считать, что движущей силой становления разрешающего законодательства о компаниях в США была ценность гибкости в действиях управляющих при заключении сделок, что в конечном счете важно и для акционеров.

Различия между самодостаточной моделью и разрешающей (позволяющей) моделью заключаются в «степени»<sup>65</sup>. Самодостаточный подход содержит большее число и более жесткие предписания, поскольку он перемещает центр тяжести на цели защиты интересов внешних инвесторов против противоправного поведения инсайдеров и предотвращения скандалов, нежели на максимальное увеличение гибкости в осуществлении коммерческой деятельности.

В качестве модели, специфической для условий переходной экономики в России, выделяется самодостаточная модель корпоративного управления. Смысл такой модели состоит в том, чтобы дать более или менее заметным миноритарным акционерам возможность защищаться от контролирующих ситуацию инсайдеров (менеджеров-акционеров) не через существенные требования, а путем использования требований формального характера — структурных и процедурных (пра-

---

<sup>65</sup> Например, как отмечают авторы самодостаточной модели, российский закон об АО требует, чтобы решение о приобретении или отчуждении имущества, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов общества, принималось общим собранием акционеров. При этом, балансовая стоимость не является надежным показателем значительности сделки. Более того, установленный в процентных показателях критерий будет в ряде случаев излишне завышать требование (тем самым затруднять совершение сделок, поскольку потребуются проводить голосование акционеров без достаточных на то оснований), а в других случаях - занижать (тем самым внимание акционеров не будет привлечено к совершению сделок, существенно затрагивающих их интересы). Однако указанное правило является более ясным для применения, нежели требование разрешающего закона, что общее собрание акционеров должно принимать решение по вопросам об отчуждении «значительной части» активов (Delaware General Corporate Law § 271 (1991)).

вила голосования, удобные для мелких акционеров, независимые директора, обладающие рядом прав, кумулятивное голосование, процедуры защиты акционеров при поглощении и др.).

При этом самодостаточная модель основывается на следующих предпосылках:

— закон, который работает в условиях развитой рыночной экономики, в условиях неразвитого рынка не позволит достичь разумного баланса между: (а) гибкостью в деятельности менеджеров АО с тем, чтобы реагировать на быстро изменяющиеся условия осуществления предпринимательской деятельности; (б) необходимостью низкочрезвычайного доступа АО на рынки капиталов; (в) стремлением крупных инвесторов контролировать действия управляющих, связанные с использованием их инвестиций; (г) потребностью в обеспечении защиты прав мелких инвесторов от действий управляющих и крупных инвесторов, совершаемых в личных корыстных интересах последних;

— закон, который работает в условиях развитой рыночной экономики, как регулятор играет относительно незначительную роль, тогда как в условиях неразвитого рынка значение такого закона намного выше, поскольку отсутствуют такие регуляторы мотиваций менеджеров, как общие правовые, рыночные и культурные традиции;

— законы о компаниях в экономически развитых государствах развивались одновременно с поддерживающими их правовыми институтами (например, в США при оценке разумности защитных мер против поглощения компаний или в оценке добросовестности сделок, при совершении которых имеет место конфликт интересов управляющих суды могут вынести решения буквально в течение суток с тем, чтобы судебные проволочки не свели на нет заключение сделок).

Соответственно самодостаточная модель характеризуется следующими основными чертами (большинство из них в той или иной мере нашли отражение в законе об АО 1995 г.):

— обеспечение исполнения, насколько это максимально возможно, через деятельность непосредственных участников

коммерческой организации (акционеров, директоров и управляющих), нежели через «косвенных» участников (судей, чиновников органов государственного управления, юристов, бухгалтеров или прессу, публикующую финансовую информацию);

— более высокий уровень защиты внешних акционеров по сравнению с принятым в экономически развитых государствах как реакция на фактор наличия значительного числа контролируемых «инсайдерами» АО и слабость иных механизмов, позволяющих предотвратить личные корыстные устремления управляющих и акционеров, обладающих контролем;

— основной упор на защитные меры процедурного характера, такие как одобрение совершаемых сделок независимыми директорами, независимыми акционерами или и теми и другими вместе, вместо введения категорических запретов на совершение сомнительного рода сделок (т.е. баланс между необходимостью обеспечения защиты интересов акционеров и свободы в принятии решений при осуществлении коммерческой деятельности);

— создание таких правовых норм, которые менеджеры и крупные акционеры сочтут разумными и будут добровольно им следовать (например, менеджеры могут обойти категорический запрет на заключение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, но должны выполнить процедурное требование об одобрении сделки акционерами, и, соответственно, сделать указанную сделку более «интересной» для акционеров с тем, чтобы гарантировать одобрение и избежать ненужных проволочек);

— частичная защита и самых мелких акционеров в том смысле, что всем без исключения акционерам выгодно, если крупные внешние акционеры в своих интересах смогут контролировать процесс управления и корыстные устремления менеджеров (хотя, к примеру, право кумулятивного голосования или право требовать оценки и выкупа своих акций наиболее мелкие акционеры вряд ли будут использовать; точно также вряд ли они смогут предотвратить сговор или скрытые

финансовые потоки между менеджерами и крупными внешними акционерами);

— использование, где это только возможно, четко и ясно сформулированных простых правил, нежели более размытых (для интерпретации) стандартов для определения законного и противоправного поведения;

— механизмами обеспечения исполнения являются преимущественно сочетание правил голосования и прав, связанных с совершением сделок.

Основные требования к правилам голосования заключаются в следующем:

— введение одного класса голосующих обыкновенных акций и принципа голосования «одна акция — один голос» с тем, чтобы не допустить приобретения инсайдерами права голоса непропорционально их имущественному участию в капитале АО акционерного общества;

— одобрение акционерами (включая в отдельных случаях квалифицированное большинство голосов или большинство голосов внешних акционеров) решений о реорганизации, о совершении крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность;

— одобрение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, большинством голосов независимых директоров;

— обязательное проведение кумулятивного голосования при избрании директоров, которое позволяет значительному по числу акционерному меньшинству избрать «своих» директоров (указанное право гарантируется использованием принципа: одна обыкновенная акция — один голос; и также установлением требования к минимальному количественному составу совета директоров и годовым сроком полномочий членов совета директоров);

— единый список кандидатов в члены совета директоров, включенный в единый «универсальный» бюллетень для голосования, при обеспечении совету директоров и крупным акционерам возможности выдвинуть своих кандидатов;



— правильность подсчета голосов обеспечивается за счет относительной конфиденциальности голосования и неподконтрольного подсчета голосов, в то время как содержание принятых решений в значительной степени обеспечивается обязательными требованиями по раскрытию информации;

— качество информации, предоставляемой акционерам, может быть гарантировано за счет введения обязательных правил по раскрытию информации и кумулятивного голосования, которое облегчает крупным акционерам доступ к информации об акционерном обществе (до тех пор, пока внешние акционеры обладают количеством акций, достаточно большим для избрания своих собственных представителей, кумулятивное голосование способствует распространению информации и обеспечивает то, что по крайней мере хотя бы отдельные директора будут на деле представлять интересы акционеров);

— иные меры, направленные на обеспечение «честного» голосования, такие как использование независимого регистратора для учета сделок с акциями и независимого подсчета голосов (в АО с числом владельцев голосующих акций свыше 100 создается счетная комиссия, количественный и персональный состав которой утверждается общим собранием акционеров по предложению совета директоров).

При совершении АО сделок акционерам также предоставляются определенные права, в том числе уже указанные выше: преимущественное право акционеров на приобретение дополнительно размещаемых акций (хотя и не обязательное — в зависимости от устава АО); право требовать оценки и выкупа акций, в соответствии с которым акционером, не голосовавшим за осуществление реорганизации или заключение крупной сделки, предоставляется право требовать выкупа принадлежащих им акций по цене, определяемой независимым оценщиком («оценочные права»); право акционерного меньшинства продать принадлежащие им акции новому владельцу контрольного пакета. К примеру, осуществление права требовать оценки и выкупа акций может упростить и предотвратить занижение цены предложения при выкупе акций путем введения требования об опубликовании цены выкупа, которая будет

обязательной при осуществлении акционерами указанного права.

Очевидное различие между самодостаточной моделью применительно к России и англо-американской разрешающей моделью вытекает из специфики подхода к роли акционеров в управлении. Так, российский закон 1995 г. об АО, следуя логике прежнего российского положения об АО, предусматривает, что высшим органом управления общества является общее собрание акционеров (ст. 47). Тем самым акционеры наделяются управленческими обязанностями. Американская правовая доктрина традиционно делает упор на различие между юридическим лицом, которое управляется самими акционерами, и корпорацией, управление которой возложено на должностных лиц и совет директоров корпорации. В соответствии с одним из решений канцлерского суда штата Дэлавер, основной принцип права корпорации Дэлавера состоит в том, что именно совет директоров, а не акционеры и управляющие корпорации, несет обязанность управлять делами корпорации (Батлер, Гаши-Батлер, 1997, с. 25, 34).

Очевидно, что любые прогнозы об успешном использовании этой модели пока беспочвенны, но в любом случае это может расцениваться как прагматичная попытка продвижения институциональной реформы в условиях многих проблем и ограничений внешней «переходной среды». Попробуем теперь ответить на непростой вопрос, *является ли достаточной для переходной экономики рассмотренная самодостаточная модель корпоративного управления?*

Сами авторы этого подхода и не скрывают, что применение данной модели призвано только минимизировать исполнение законодательства со стороны государства и чревато несколькими видами издержек:

— голосование акционеров и требования, предъявляемые при совершении сделок, увеличивают расходы и требуют времени (соответственно, решение о том, насколько широко следует применять защитные меры, требует соблюдения баланса между ожидаемыми расходами и выгодами от применения конкретной защитной меры);

— предоставление при принятии решений права вето внешним акционерам или независимым директорам или требование квалифицированного большинства голосов для принятия определенных решений, во-первых, дают крупным внешним акционерам возможность иметь личные выгоды за счет угроз с его стороны заблокировать сделки, которые повысят ценность компании, во-вторых, рациональная апатия мелких внешних акционеров увеличивает влияние более крупных акционеров;

— частичная утрата гибкости при осуществлении коммерческой деятельности.

Вместе с тем, существует целый ряд соображений более общего характера, которые свидетельствуют, в частности, в пользу сочетания самодостаточного подхода и интенсивного государственного регулирования в условиях специфических проблем корпоративного сектора переходной экономики.

Во-первых, любая классификация моделей, как и выводы об эффективности той или иной модели в сравнении с другими, достаточно условны. Это связано в первую очередь с тем, что каждая модель функционирует в конкретной национальной среде, где одни и те же стандартные механизмы корпоративного управления будут приводить к различным эффектам.

Приведем простой пример на основе сопоставления результатов двух страновых исследований. Так, одним из выводов по итогам сопоставления правовых систем 49 стран мира с точки зрения защиты интересов инвесторов стало утверждение о том, что страны «общего права» (по сути США и Великобритания) предоставляют инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, чем это имеет место в странах «гражданской» (романо-германской) правовой традиции<sup>66</sup>.

Авторы самодостаточного подхода, напротив, придерживаются той точки зрения, что опыт Великобритании и США свидетельствует о том, что разрешающий закон обеспечивает слабую защиту для меньшинства инвесторов от обладающих контролем инсайдеров, которые намерены их эксплуатировать.

---

<sup>66</sup> См.: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

Если в обеих из указанных стран общее число злоупотреблений со стороны обладающих контролем инсайдеров не распространено, это происходит отчасти из-за отсутствия возможностей (подконтрольных компаний сравнительно немного), но в основном в связи с наличием многих институтов, ограничивающих личную заинтересованность инсайдеров. Разрешающим законодательным актам пришлось бы куда как хуже в развивающихся экономиках, где подконтрольные фирмы являются нормой и ограничения неправового характера, накладываемые на инсайдеров, слабы<sup>67</sup>.

Во-вторых, относительно слабое развитие «внешних» механизмов корпоративного контроля в странах с переходной экономикой объективно обуславливает особую значимость механизмов «внутренних», и прежде всего советов директоров (таблицы 11 и 12).

Во всех странах в системе управления АО предусматривается двухпалатное правление (т.е. правление как исполнительный директорат и совет директоров как наблюдательный или контрольный орган). Чаще всего наличие совета директоров привязано к размеру общества (Россия, Латвия, Польша) или передано на усмотрение акционеров (Болгария, Румыния), однако в некоторых странах двухпалатная система обязательна (Чехия, Венгрия).

*Таблица 11.*

**Представительство различных акционеров в органах управления АО, 1996 г.\***

	<b>Участие внешних акционеров в органах управления АО, в % от числа ответивших</b>	<b>Представительство в управлении АО и участие в капитале АО, число предприятий</b>
--	--	---

<sup>67</sup> С этой точки зрения неудивительно, что европейские корпорационные законы получили куда меньшее развитие от запрещающей модели в сторону разрешающей, нежели законодательные акты в Великобритании и США. Европейские компании в большей степени имеют тенденцию к подконтрольности со стороны инсайдеров, нежели британские или американские компании, и в европейских странах публичные фондовые рынки куда менее активны, что предполагает более слабый рыночный контроль (см.: Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997).

	Член исполни- тельной дирекции	Член совета директоров	Член ревизионно й комиссии	Активное участие без представи- тельства	Представи- тельство в управлении без участия в капитале	Участие в капитале представи- тельства в управлении
<b>Банки</b>	4,6	7,1	4,2	7,1	28	12
<b>Инвестиционные фонды</b>	7,0	13,9	6,8	4,6	29	46
<b>Частные лица</b>	13,4	12,6	13,5	13,4	34	105
<b>Промышленные предприятия</b>	7,5	12,1	8,4	11,3	72	23
<b>Государство</b>	14,2	14,9	3,4	12,9	28	35
<b>Работники</b>	-	-	-	-	10	216

\* Опрос 312 АО 12 отраслей в 1995-1996 гг.

Источник: Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997, с. 93, 97.

Применительно к исполнительной дирекции АО первичной задачей в переходной экономике является разрушение идеологии «принципала», которая характерна для высших менеджеров. Следствием такой идеологии является либо ожесточенная борьба за контроль (в «размытых» или «инсайдеровских» моделях), либо сопротивление новым собственникам.

В этой связи вопросы представительства в органах управления АО внешних акционеров приобретают важное значение. Как видно из таблицы 11, в российских АО имеется значительный слой акционеров, которые, участвуя в капитале, не присутствуют ни в каких органах управления. В наибольшей степени это относится к акционерам-работникам АО и внешним акционерам-физическим лицам, в наименьшей — к коммерческим банкам и промышленным предприятиям (поставщикам и смежникам). Последнее не удивительно, ибо обе указанные группы в наибольшей степени могут настоять на своих правах акционеров, пользуясь финансовыми и торгово-экономическими рычагами или просто выступая в качестве дружественных менеджерам акционеров.

*Таблица 12.*

**Некоторые данные о состоянии отдельных аспектов корпоративного управления в России, по опросам 1995-1996 гг.**

\*

	1996
<b>Наличие держателей относительно крупных пакетов акций</b>	

<b>(свыше 5%)</b>	
(1) Наличие хотя бы одного держателя, % от числа АО	74
(2) Процент акций компании, принадлежащий среднему держателю	16
(3) АО с мажоритарным контролем внешних акционеров, % от числа АО, — АО, где установлен мажоритарный контроль одного внешнего акционера (в 60% таких АО это коммерческая фирма или холдинговая компания), % от числа АО — АО, где установлен мажоритарный контроль нескольких внешних акционеров (совокупно контролирующих в среднем 65% акций), % от числа АО	20 6 5
(4) Типичное количество крупных держателей акций в АО, совокупно установивших мажоритарный контроль	4-5
<b>Некоторые процедуры корпоративного управления</b>	
(1) Наличие независимого регистратора, % от числа АО	54
(2) Раскрытие информации о структуре владения акциями, % от числа АО	50
(3) Раскрытие финансовой информации, % от числа АО	40
(4) Использование кумулятивного голосования, % от числа АО	39 (33)
(5) Наличие хотя бы одного члена Совета директоров, не являющегося инсайдером или представителем государства, % от числа АО	76 (64)
(6) Места в Советах директоров, занимаемые аутсайдерами, % от общего числа мест	31
(8) Типичный Совет директоров, количество членов: — всего — кворум — менеджеры — внешние акционеры — представитель государства	7 () 5 4 2 1
(9) Количество мест в Советах директоров, занимаемые держателями крупных пакетов (свыше 5%), совокупно установивших мажоритарный контроль, % от общего числа	50
(10) АО, в которых сменился генеральный директор, с июля 1992 г., % от числа АО	33
(11) Новый генеральный директор, не работавший в АО (аутсайдер), % от числа АО	19
<b>Операции с ценными бумаги АО</b>	
(1) АО, осуществляющие открытую (публичную) торговлю акциями, % от числа АО	96 ()
(2) АО, отметившие чьи-либо попытки скупить акции АО, % от числа АО — в том числе АО, где установлен мажоритарный контроль	21 (20) 23
(3) АО-сторонники жесткого контроля за допуском внешних акционеров, % от числа АО	36 ()
(4) АО, осуществлявшие новые выпуски акций, % от числа АО	14 ()
(5) АО, допускавшие передачу акций инсайдерам бесплатно/по	6,5 ()

номиналу, % от числа АО	
(6) АО, размывшие долю аутсайдеров с помощью новых выпусков, % от числа АО	1 ()
(7) АО, выкупавшие свои акции, % от числа АО	43 ()
(8) АО, перепродававшие выкупленные акции менеджерам и занятым, % от числа АО	29 ()

\* Опросы группы Дж. Блази 1995 и 1996 гг. (ответы получены от 100-180 компаний в зависимости от количества ответивших АО). В скобках — данные за 1995 г. Пустые скобки означают, что в графе приведены сводные данные за 1995-1996 гг.

Источник: ФКЦБ, 1996в; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, pp. 200-207.

Данные о типичном совете директоров в 1995-1996 гг. (таблица 11) также позволяют сделать вывод о том, что доля внешних акционеров в этом органе управления пока далека от контролирующей (2 места из в среднем 7 мест при кворуме 5). Общее количество мест в советах директоров исследованных АО, занимаемых внешними акционерами, составляло в 1995-1996 гг. 31% от общего числа мест в советах директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось только на 39% обследованных АО в 1996 г.

Ситуация безусловно лучше в тех АО, где установлен совместный мажоритарный контроль несколькими относительно крупными акционерами: в таких АО 4-5 крупных держателей (каждый в среднем владеет 16% акций, все вместе в среднем 65% акций) имеют в среднем 50% мест в совете директоров. В 25% АО с установленным мажоритарным контролем совокупная доля крупных держателей ниже 50% от количества мест в совете директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось на 43% таких АО в 1996 г.

Конечно, любая количественная оценка в данном случае будет достаточно условной, если учесть значительное присутствие среди формальных внешних акционеров компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам АО или дружественным по отношению к ним. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов АО. На практике такие коммерческие предприятия (холдинги) часто представляют собой не что иное, как созданного дирекцией торгового посредника для мобилизации при-

были АО, которая в том числе используется и для выкупа акций АО при приватизации и на вторичном рынке. Аналогичные механизмы хорошо известны, например, в Словении и других странах.

В целом, несмотря на постепенную концентрацию владения акциями и рост доли внешних акционеров в капитале АО, их роль в управлении АО пока неадекватна их возрастающей доле в капитале АО. Безусловно, по мере увеличения доли аутсайдеров в капитале АО их возможности — в том числе с использованием защитных механизмов закона об АО — будут усиливаться. Тем не менее текущая практика корпоративных отношений свидетельствует в пользу заметной активизации и даже ужесточения мер «внешнего» — государственного — регулирования и защиты прав внешних акционеров.

В этой связи важнейшим фактором становится *общая правовая среда деятельности АО и систематизация сопряженных правовых актов* — о рынке ценных бумаг, банкротствах, правилах слияний и поглощений, защите инвесторов, инвестиционных институтах, банках и т.д. Не менее важно в специфических условиях переходной экономики введение норм уголовной ответственности должностных лиц эмитентов по крайней мере за наиболее грубые нарушения прав и интересов акционеров.

В-третьих, эффективное регулирование корпоративных отношений требует не только активного правового регулирования происходящих в этой сфере процессов, но и создания *системы регулярного контроля*, обеспечивающего соблюдение законодательства. Если на ранних этапах развития корпоративного сектора и рынка корпоративных ценных бумаг особое значение имело устранение пробелов в имевшемся фрагментарном законодательстве, то уже в настоящее время на первый план выходят задачи правового контроля и принуждения к исполнению законодательства.

Проблема заключается в том, что «самодостаточная» роль внутренних механизмов защиты не может усиливаться до бесконечности. Если такие «внешние» механизмы защиты и контроля, как ликвидный рынок и отлаженный механизм банкрот-



ства, представлены пока слабо, то многократно усиливается значение не только «внутренних» механизмов контроля, но и исполнения законодательства.

В этой связи Закон «Об акционерных обществах» нуждается в целом ряде *поправок и дополнений*. Внесение изменений и дополнений вызвано как необходимостью приведения положений указанного закона в соответствие с иными федеральными законами, принятыми позднее, как и практикой применения указанного закона. Здесь укажем лишь некоторые, прежде всего те из них, которые могут быть направлены на защиту интересов акционеров акционерных обществ:

- возможность принятия решения о размещении дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем закрытой подписки только общим собранием акционеров (поправка в пункт 1 статьи 39);
- запрет превращения формально открытой подписки в фактически закрытую путем установления требования об оплате акций специфическим имуществом (поправка в пункт 2 статьи 34);
- преимущественное право всех акционеров на приобретение размещаемых дополнительных акций независимо от наличия указания об этом праве в уставе акционерного общества (поправки в статью 40);
- введение правила, по которому при уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости должна уменьшаться номинальная стоимость всех акций (поправка в пункт 1 статьи 29);
- требование полной оплаты дополнительных акций при их размещении для того, чтобы исключить злоупотребления, связанные с неполной оплатой акций (поправки в пункт 2 статьи 34);
- предоставление совету директоров больших прав при осуществлении контроля за функционированием исполнительных органов общества (поправки в пункты 3, 4 статьи 69);
- уточнение правил созыва и проведения общего собрания акционеров (поправки в статьи 50, 53 и 55);

- возможность увеличения уставного капитала акционерного общества за счет его собственного имущества, то есть капитализации (дополнения в статью 28 пунктом 5);
- установление порядка совершения крупной сделки, связанной с размещением акций и иных ценных бумаг (поправка в пункт 1 статьи 79)<sup>68</sup>.

Безусловно, не должно быть никаких иллюзий. Ни один, даже высоко детализированный, закон не может предусмотреть все нюансы и тонкости корпоративных отношений, складывающиеся на практике. Даже наиболее развитые правовые модели регулирования корпоративных отношений, имеющие столетнюю историю, постоянно корректируются в части пресечения новых и новых злоупотребления и манипуляций.

Как видно из описанной в главе 2 структуры собственности и практики консолидации контроля в российских корпорациях, пока не приходится говорить о стабилизации прав собственности и их высокой степени определенности (четкости). Продолжение борьбы за контроль в условиях постприватизационной трансформации структуры собственности – это то объективное препятствие, которое заметно снижает эффективность любых правовых мер защиты прав акционеров. Именно этот фактор является решающим для понимания основных проблем как в области защиты прав акционеров, так и — более широко — для оценки перспектив становления российской модели корпоративного управления и модели рынка ценных бумаг.

Еще более существенной практической проблемой (для развития корпоративного законодательства в интересах акционеров) является проблема перманентной утечки активов (через трастовые схемы, трансферные цены, договора о сбыте с занижением цены и т.д.) и узкогруппового контроля финансовых

---

<sup>68</sup> Приведены только те поправки в сфере защиты интересов акционеров, которые нашли свое отражение в принятом Государственной Думой по итогам первого чтения проекте закона о внесении изменений и дополнений в закон “Об акционерных обществах” (весна 1999 г.). Очевидно, что диапазон и качество возможных решений могут быть шире.

потоков (в рамках проблем консолидации формального и/или реального корпоративного контроля). Собственно корпоративное право – несмотря ни на какие дополнения и изменения – не способно дать адекватный ответ массовому воровству в ущерб формальным собственникам, по крайней мере в современных российских реалиях.

Это означает, в частности, что концептуально – по крайней мере с учетом экономического содержания принимаемых новых норм корпоративного законодательства – необходимо акцентировать внимание:

- на расширении сферы мониторинга действий инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров) со стороны мелких акционеров-аутсайдеров;
- ужесточения законодательно установленных санкций (мер ответственности) за такие действия.

Необходимо заметить, что речь *не* идет в данном случае о необходимости *абсолютной и безоговорочной поддержки* мелких акционеров со стороны закона и государства против крупных держателей (поддержание баланса интересов разных групп не менее необходимо). Обсуждаемые меры должны быть направлены на поиск действующего в современных российских реалиях *механизма контроля*, который мог бы — через внутренние конфликты и скандалы — затруднять инсайдерам манипуляции с активами АО в ущерб как самому АО, так и не вовлеченным в этот процесс акционерам, кредиторам и государству (последнему – как акционеру и получателю налоговых платежей).

Предоставляемые права в данном случае должны облегчить мелкому акционеру *упрощенные и поддерживаемые регулируемыми органами процедуры* последовательность реализации следующих возможностей:

- доступ мелкого акционера к информации (включая хозяйственные договоры);
- право инициирования обсуждения проблемных вопросов на общем собрании;
- право обращения в суд с исками о нанесенном ущербе и создание в суде необходимых прецедентов;

— изыскание возможностей покрытия издержек мониторинга со стороны мелких акционеров (особенно если конфликт инициирован группой резидентов-держателей высокораспыленного пакета).

В этой связи возможны следующие дополнительные поправки в Закон «Об акционерных обществах»:

- определение (через фиксацию соответствующих прав в мониторинге) формальной исходной доли в акционерном капитале, относящей акционера к категории «мелких», но без ущерба для текущей деятельности АО (начиная с 1% акций в совокупности);
- право безусловного доступа к хозяйственным документам АО для акционеров, отнесенных к категории «мелких»;
- помимо кумулятивного голосования, введение дополнительных упрощенных механизмов назначения в совет директоров (в число независимых директоров) представителя определенного совокупного числа мелких акционеров;
- отнесение функции назначения генерального директора АО в исключительную компетенцию общего собрания акционеров без права делегирования ее совету директоров. Вместе с тем, досрочный отзыв генерального директора может быть осуществлен и советом директоров по представлению группы мелких акционеров;
- при инициировании вопроса не менее чем 10% акционеров — безусловная обязанность АО учредить специальный фонд мелких акционеров. Единственным направлением расходования средств этого фонда должно быть независимое изучение (аудит) сделок и заключение на предмет нанесенного АО и акционерам ущерба. Для этого, безусловно, должны привлекаться неаффилированные аудиторские фирмы (что, собственно, и требует средств). Контроль за финансовой деятельностью фонда (и одобрение ее) должны осуществлять совместно все акционеры, имеющие пакеты акций от 1 до 25%, и независимые директора.

Необходимо также правовое урегулирование противоречия между Законом «Об акционерных обществах» и Трудовым кодексом в части увольнения генерального директора АО. Вве-

дение контрактной системы найма (которая сегодня не принимается во внимание судом со ссылкой на КЗоТ) облегчило бы применение мер ответственности к исполнительным структурам АО.

Как уже отмечалось выше, ни один закон о компаниях не в состоянии охватить весь комплекс корпоративных проблем. Соответственно важнейшим элементом системы исполнения законодательства должен стать *государственный регулирующий орган*, выступающий значимой инстанцией по спорным вопросам в рамках взаимоотношений субъектов корпоративного управления и контроля. Очевидно, что для выполнения его функций необходимо как расширение спектра полномочий, так и введение весомых санкций в уголовном и административном законодательстве (по сравнению с уже имеющимися).

Роль государственного регулирующего органа в данном случае состоит, во-первых, в законодательном обеспечении условий реализации таких прав (проще говоря, разработка и лоббирование необходимых поправок). Во-вторых, поддержка исков акционеров при переходе конфликта в судебную стадию для создания «общеупотребительных» прецедентов. В-третьих, инициирование самим государственным регулирующим органом показательных дел по наиболее типичным нарушениям (с использованием всех доступных правомочий – см. п. 8.4.) В-четвертых, при государственном регулирующем органе (под его контролем) было бы целесообразно учреждение института, по функциям сходного с третейским судом для рассмотрения корпоративных конфликтов. Последний в рамках действующего законодательства не сможет устанавливать весомые санкции административного и уголовного характера, однако станет важнейшим элементом выработки норм корпоративной культуры (равно как и промежуточной инстанцией перед арбитражным или уголовным судебным процессом).

Таким образом, единственно возможный путь развития российского корпоративного законодательства – это «пошаговое» совершенствование уже имеющихся законов в целях построения сбалансированной правовой модели и системы регу-

лирования, защищающей интересы всех потенциальных участников корпоративных отношений.

## Глава **6**. Текущие проблемы участия государства в управлении корпорациями

По мере развития приватизации и сокращения объема государственной собственности неизбежно встал вопрос о создании законодательной базы по оперативному и стратегическому управлению государственным сектором экономики и смешанными предприятиями в новых условиях (тем более, что ситуация этого требовала в отношении целых секторов хозяйства). Комплексного механизма и единой долгосрочной стратегии решения этой проблемы выработано не было. Появившиеся в ходе проведения массовой приватизации правовые документы по этой проблеме можно довольно условно разделить на 3 группы или направления (помимо холдингов, которые рассматриваются отдельно):

- нормативная база по представительству интересов государства в АО с государственным участием (институт государственных представителей);
- акты, регламентирующие вопросы непосредственного управления государственной собственностью;
- попытка внедрения института доверительной собственности (траста) для управления пакетами акций, находящимися в государственной собственности.

На рубеже 1995-1996 гг. в советы директоров АО, имеющих долю государства, входило 2500 государственных чинов-

ников. Из них 82% — сотрудники федеральных министерств и ведомств, 12% — представители Госкомимущества РФ, региональных комитетов, 8% — представители местных властей. Указанное представительство носит исключительно формальный характер. Имеющийся опыт управления федеральными пакетами акций наглядно свидетельствует о том, что государственный чиновник не в состоянии эффективно управлять пакетами акций в 5-10 АО, находящихся в разных регионах и часто относящихся к разным отраслям. Этому мешают не только технические и временные сложности, но и отсутствие необходимой квалификации (прежде всего — знания конкретного предприятия) и легальных материальных стимулов. Обобщая, можно привести два наиболее распространенных типа поведения государственных представителей в АО:

(1) «индифферентное поведение»: представитель государства в АО не проявляет интереса к делам этого общества, несмотря на наличие государственного контрольного пакета и порою даже крупного долга АО перед бюджетом. По сути, такая позиция полностью «развязывает руки» менеджменту АО;

(2) «заинтересованное поведение»: (а) сознательное игнорирование долгов АО государству в период выполнения функций государственного представителя и последующий переход на высокооплачиваемую работу в это АО; (б) голосование государственным пакетом от имени государства на собрании акционеров АО за вторичную эмиссию, по итогам которой доля государства многократно сокращается. По оценкам, размывание федерального пакета нанесло ущерб государству на сотни миллиардов рублей.

Пакеты акций, которые остались в фондах имущества и по тем или иным причинам не продавались, могут становиться предметом торга (по поводу продажи, «правильного» голосования) между фондом, менеджментом и иными заинтересованными структурами. Сам же фонд или представитель государства в АО в типовых случаях не имеют никакой позиции в отношении управления конкретным предприятием.

Весьма низкий уровень этой работы, исходя из практического опыта в области управления федеральными пакетами



акций в 1993–1998 гг., обусловил необходимость поиска новых методов управления смешанной собственностью, адекватных реалиям постприватизационного периода. Детальная оценка дальнейшей эволюции нормативно-правовой базы по этому вопросу позволяет говорить о том, что альтернативой показавшему свою несостоятельность институту государственных представителей в настоящее время потенциально могут стать следующие два варианта управления государственными пакетами акций, представляющие собой развитие первого и третьего направлений документальной базы, появившейся в 1994 г.

Наиболее широкое распространение получило представление интересов государства в АО на договорной основе (для физических лиц — институт поверенных в делах государства). Хотя базовые документы для внедрения института поверенных приняты, в целом этот механизм еще не работает, главным образом из-за отсутствия конкретных решений по поводу источников оплаты соответствующей деятельности.

В качестве другого варианта повышения эффективности управления государственными пакетами акций рассматривается передача пакетов акций в доверительное (трастовое) управление (юридическим лицам).

Постановлением Правительства РФ от 7 августа 1997 г. № 989 (редакция от 17 апреля 1998 г.) были утверждены общие (безотносительно отраслевой специфики) «Правила передачи в доверительное управление закрепленных в федеральной собственности пакетов акций, созданных в процессе приватизации, и заключения договоров доверительного управления этими акциями». Определялось, что доступ к этим операциям могут иметь физические лица, имеющие лицензию на работу с ценными бумагами, и юридические лица, чьи собственные средства составляют величину не менее 20% стоимости передаваемого в управление пакета акций.

Первоочередными объектами этой процедуры в декабре 1997 г. стали АО «Востсибуголь», «Хакасуголь». Однако далее эта работа не продвинулась. Явным признаком этого является Указ Президента РФ от 7 августа 1998 г. № 921, исключивший

АО «Башкируголь», «Красноярская угольная компания» из числа предприятий, на которых, исходя из документов 1996 г., должно было внедряться доверительное управление. По всей вероятности, причиной данного решения послужили противоречия между федеральными органами управления и региональными властями. В то же время новыми потенциальными объектами доверительного управления были избраны закрепляемые в федеральной собственности 51-процентные пакеты угольных компаний «Прокопьевскуголь», «Беловоуголь», «Кузнецкуголь», «Ленинскуголь» (Постановления Правительства РФ от 28 августа 1997 г. № 1094-1097) и «Киселевуголь», «Северокузбассуголь», «Интауголь» (Постановления Правительства РФ от 20 мая 1998 г. № 468-470) (последнее решение, очевидно, было реакцией на шахтерские волнения, вылившиеся в блокаду железнодорожных путей). В доверительное управление передавались 25-процентные пакеты акции 12 строительных управлений и прочих организаций бывшего Главного военно-строительного управления МО РФ, которое и выступало в качестве субъекта управления после преобразования в акционерную холдинговую компанию «Главное всерегиональное строительное управление «Центр» с закреплением в федеральной собственности 25,5% акций самого холдинга и 12 вышеупомянутых предприятий (Указ Президента РФ от 25 мая 1998 г. № 588).

Особо важным объектом, где происходило параллельное внедрение нескольких новых способов управления государственными пакетами акций, стало РАО «Газпром». После продления срока закрепления в государственной собственности 40-процентного пакета акций в 1996 г., российское правительство стало рассматривать вопрос о продлении договора о доверительном управлении, хотя с 17 февраля 1994 г. между правительством и РАО действовал договор об учреждении доверительной собственности. 12 мая 1997 г. Президент РФ подписал Указ № 478. В соответствии с ним учреждался новый орган представительства интересов государства в компании — коллегия, которая должна была действовать в рабочих органах РАО на основании решения, принимаемого большин-

ством голосов и зафиксированного в протоколе, руководствуясь Основными положениями структурной реформы в сферах естественных монополий, одобренных Указом Президента РФ от 28 апреля 1997 г. № 426. Позже состав коллегии дважды претерпевал изменения, являвшиеся следствием персональных назначений в правительстве и перераспределения обязанностей внутри него. Одновременно майский (1997 г.) указ предполагал внесение Правительством РФ предложений председателю Правления РАО по подписанию нового трастового договора на доверительное управление 35% (из 40%) акций, принадлежащих государству, исходя из ограничений, предусмотренных п. 3 Указа Президента РФ от 9 декабря 1996 г. № 1660, что и было сделано в конце того же года.

К этому времени коллегии представителей государства действовали в АО «Росгазификация» и РАО «ЕЭС России» (позднее эта практика была распространена и на холдинг «Связьинвест»). В РАО «ЕЭС России» коллегия представителей государства была образована еще по Указу Президента РФ от 5 ноября 1992 г. № 1334, но действовала во многом формально, не проходя персонального обновления. Сужение возможностей внутрикорпоративного контроля со стороны государства в РАО «ЕЭС России» также во многом было предопределено вхождением Президента РАО в число представителей государства и тем, что интересы субъектов Федерации представляли, как правило, гендиректора региональных энергетических компаний, что обусловило высокую степень конфликтности при реформировании этой естественной монополии в 1997-1998 гг.

Весьма важными, но скорее все-таки эпизодическими, фрагментами государственной политики в области управления государственными пакетами акций были персональные назначения в Советы директоров постановлениями Правительства РФ или распоряжениями Президента РФ (РАО «Газпром», РАО «Норильский никель»), установление порядка голосования государственным пакетом акций на собраниях акционеров (в нефтяных компаниях — по постановлению Правительства РФ, в РАО «ЕЭС России» и АО «Росгазификация» — по реше-

нию коллегии представителей государства), «укрепление» того или иного предприятия (холдинга) с государственным участием за счет вклада в его уставный капитал государственных пакетов акций других предприятий (связь, угольные и нефтяные компании), передача пакетов акций в доверительное управление управляющим (центральным) компаниям финансово-промышленных групп или в управление холдинговым компаниям (ФПГ «Русхим», «Носта-Газ-Трубы», АО «Российская торгово-промышленная компания «Росмясморторг», РАО «Биопрепарат» и др.), реструктуризация («секьютиризация») долгов бюджету, передача в зачет долгов федерального бюджета пакетов акций в некоторые регионы (Москва, Калмыкия, Кировская, Свердловская, Новосибирская области, Красноярский край).

В сегодняшних условиях основные претензии государства, как акционера, к деятельности таких предприятий, главным образом АО, в принципе совпадают с претензиями других категорий акционеров, будь то внешние инвесторы или трудовой коллектив. В основном они сводятся к следующему:

— непрозрачность деятельности как для рядовых акционеров, так и для государства;

— уменьшение доли «сторонних» акционеров в АО путем осуществления дополнительной эмиссии без их согласия в пользу «своих» инвесторов;

— перекачивание материальных и финансовых активов из материнской компании в дочерние, как правило контролируемые менеджерами или связанными с ними фирмами.

Примером согласованного использования государства как акционера в корпоративном конфликте негосударственных субъектов может быть случай дополнительной эмиссии акций Саянского алюминиевого завода (СаАЗ). Хотя проблемы корпоративного контроля в алюминиевой отрасли имеют многогранный финансово-политический характер, представляет интерес собственно технология. Так, увеличение весной 1998 г. уставного капитала СаАЗ в 2,5 раза (открытая подписка) привело к снижению доли государства с 15 до 6,15% и доли част-

ной Trans-World Group (TWG) ниже блокирующего пакета<sup>69</sup>. Дополнительная эмиссия была выкуплена компаниями группы «Сибирский алюминий», куда входит и СаАЗ. Хакасский фонд имущества выступил на стороне группы, проголосовав своим пакетом за эмиссию. Инициированное TWG судебное разбирательство не изменило ситуации, так как СаАЗ затем безвозмездно передал государству часть акций для восстановления 15-процентной доли государства (6,15% из которых затем проданы на приватизационном конкурсе).

Все вышесказанное со всей очевидностью свидетельствует о необходимости достижения позитивных сдвигов в системе управления принадлежащими государству акциями, долями, паями в акционерных обществах и иных предприятиях смешанной формы собственности в рамках масштабной комплексной реформы всей системы управления государственным имуществом. Об актуальности данной проблемы свидетельствуют данные, приведенные в таблице 13 (не учтены остаточные пакеты акций, формально относящиеся к федеральной собственности, но остающиеся по различным причинам (несостоявшаяся продажа и т.п.) в местных фондах имущества, не говоря уже о точности учета таких предприятий на уровне субъектов Федерации и муниципальных образований). Остается открытым и вопрос об учете долей (паев) государства в компаниях со смешанной формой собственности, имеющих иной статус, нежели АО, а также во вновь созданных компаниях, не вовлеченных в приватизационный процесс.

*Таблица 13.*

**Некоторые общие данные о количестве пакетов акций АО, оставшихся в собственности государства в 1997-1998 гг.**

Категория государственной собственности	На 1 января 1997 г.	на 1 января 1998 г.	на конец 1998 г.
Пакеты акций (доли, паи) в АО,			

<sup>69</sup> По имеющимся экспертным оценкам, реальной целью этой эмиссии было размывание именно доли государства и TWG. Менеджеры СаАЗ были первоначально назначены самой TWG (контролировавшей в совокупности более 50% акций), но пошли также против TWG, хотя и, видимо, также выкупили (не «размыли») часть акций группы.

товариществах и иных предприятиях смешанной формы собственности, закрепленные в федеральной собственности (по «Реестру собственности РФ»)	6490	4866	4892*
Пакеты акций, находящиеся в федеральной собственности:	2900**	4235	3316
— до 25%;	558**/531^	1400	1173
— от 25 до 50%;	1037**	2004	1291
— свыше 50%;	286**	831	470
— 100%	...	...	382
«Золотая акция» в федеральной собственности	1300/1351^	631	580
Пакеты акций, закрепленные в федеральной собственности без права досрочной продажи	2900	...	697

\* — к началу IV квартала 1998 г.;

\*\* — только пакеты акций без права досрочной продажи;

^ — более ранние данные.

Источник: база данных МГИ РФ.

В связи с данной проблемой представляется возможным говорить о целесообразности некоторого набора мероприятий краткосрочного, среднесрочного и долгосрочного характера.

В краткосрочном плане (срок реализации — до 1 года) желательно провести переаттестацию государственных представителей и выявить те АО, в которых они голосовали за размывание федерального пакета, и проверка таких предприятий на предмет соблюдения законодательства.

В среднесрочном плане (со сроком реализации 2-3 года) основным вопросом является спецификация правомочий собственности государства в различных АО в зависимости от ряда критериев, важнейшим из которых (до окончательного утверждения их перечня) следует считать размер доли государства в уставном капитале АО. Для крупных и мажоритарных пакетов акций (от 25% уставного капитала) речь должна идти о совокупности норм и процедур, позволяющих государству, как стратегическому собственнику, осуществлять функции управления, для миноритарных пакетов акций (менее 25%) — о совокупности норм и процедур, позволяющих государству, как одному из многих собственников, осуществлять функции контроля за деятельностью предприятия.

Спецификация правомочий собственности государства в различных АО в сегодняшних условиях требует решения трех частных задач:

1. придание большей четкости и регламентированности деятельности лиц, представляющие интересы государства в АО, посредством внесения корректив в уже действующие нормативные акты по этим вопросам (в основном вне рамок законотворчества Федерального Собрания РФ);
2. введение элементарных контрольных механизмов за финансовыми потоками и процессом хотя бы простого воспроизводства капитала в смешанных компаниях с участием государства в капитале с встраиванием этих механизмов в схемы деятельности лиц, представляющих интересы государства в АО;
3. инвентаризация и ранжирование имеющихся в собственности государства пакетов акций в регионально-отраслевом разрезе с точки зрения исполнения доходной части бюджетов всех уровней, проведения назревших институциональных реформ, а в дальнейшем — проведения активной структурно-промышленной политики.

При этом необходимо понимать, что одним лишь усилением регламентации нельзя добиться радикального повышения ответственности представителей государства в АО за свои действия. Очевидно, что им нужны и позитивные стимулы. В этой связи достаточно быстрого законодательного разрешения требует одна из ключевых проблем в деятельности представителей государства в АО, связанная с неопределенностью источников оплаты соответствующей деятельности. Эта проблема лишь усложнилась в связи с принятием нового закона о приватизации, который (ст. 6) установил, что представители Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований в органах управления открытых акционерных обществ, являющиеся государственными или муниципальными служащими, не могут получать в открытых акционерных обществах вознаграждение в денежной или иной форме, а также покрывать за счет указанных

открытых акционерных обществ и третьих лиц расходы на осуществление своих функций.

В целях стимулирования работы представителей государства и доверенных необходимо предусмотреть направление им некоторой части дивидендов, которые поступают от госпакетов. В качестве механизмов контроля и предотвращения злоупотреблений возможно определение максимальных и минимальных отчислений с введением нормы обязательной подачи декларации о доходах и обязательным распространением этих норм на собственность субъектов Федерации и муниципальных образований.

**В долгосрочном плане (срок реализации — до 5 лет) речь может идти о постепенном выстраивании логичной системы управления принадлежащими государству акциями, долями, паями в акционерных обществах и иных предприятиях смешанной формы собственности на основе индивидуального подхода к каждому объекту управления с использованием программно-целевых методов, что предполагает обязательное определение целей участия государства в капитале того или иного предприятия, четкую формулировку стоящих в связи с этим задач и документальную фиксацию путей воздействия на объект управления при наличии эффективных инструментов контроля.**



# **Часть 3**

**Институциональные проблемы развития и регулирования рынка корпоративных ценных бумаг**

## **Глава 7. Основные этапы и особенности развития и регулирования российского рынка корпоративных ценных бумаг**

### **7.1. Некоторые общие тенденции развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой**

Специфической проблемой для многих стран с переходной экономикой является влияние формирующейся структуры владения акциями и борьбы за контроль за развитием фондового рынка. Например, в России, «промежуточная» структура владения акциями прямо влияет на развитие фондового рынка, обостряя многочисленные проблемы, такие как:

- массовые нарушения прав акционеров;
- низкая прозрачность рынка (по эмитентам и по сделкам);
- медленный переход на международные нормы бухгалтерского учета;
- крайне медленная продажа земельных участков приватизируемых предприятий как тормоз развития рынка ценных бумаг;
- преобладание внебиржевого рынка;
- низкая ликвидность рынка;

- минимальный прогресс в сфере новых эмиссий акций, которые могли бы привлечь инвестиции на предприятия;
- низкие цены на акции большинства приватизированных предприятий.

На наш взгляд, многие указанные проблемы носят объективный характер и будут воздействовать в течение относительно длительного периода времени. Это связано прежде всего с тем, что на многих предприятиях процесс борьбы за контроль еще не завершён со всеми вытекающими последствиями для фондового рынка.

В Чехии в середине 90-х годов одной из характерных черт рынка корпоративных ценных бумаг (помимо доминирования биржевой торговли и вторичного рынка на основе прямых сделок «продавец-покупатель») стало резкое падение цен и объёмов торговли конкретными акциями после консолидации контрольного пакета. Если в 1995 г. на рынке присутствовало около 1700 ценных бумаг, то в 1997 г., по оценкам, их осталось в 10 раз меньше.

Конечно, это не только «чешское» явление. По такому принципу функционировал в постприватизационный период и большой сегмент российского рынка корпоративных ценных бумаг. Более того, экономистами ряда стран обсуждалась – по крайней мере до кризиса 1998 г. — дискуссионная концепция «гибели фондового рынка» в переходных экономиках после завершения борьбы за контроль в АО.

На наш взгляд, прослеживается прямая связь между методами первичной продажи акций (при приватизации) и ликвидностью рынка этих акций. Так, в Польше в определенный период оказались наиболее ликвидны те акции приватизируемых предприятий, контрольные пакеты которые размещались в ходе «капитальной» приватизации 1990-1996 гг. методом открытой продажи («initial public offering») и, что крайне важно, не стали объектом скупки инсайдеров (как в Армении и Литве). Эти акции сразу вошли в листинг Варшавской фондовой биржи. Другой вопрос, что таким способом — как и в ряде других стран — удалось разместить мизерное число ценных бумаг (в Польше — 28 специально отобранных предприятий). Если же

в ходе приватизации доминировала модель инсайдеров, то активность организованного рынка невысока (преобладает «черный» вторичный рынок, часто внутри самого предприятия).

В Венгрии проблема ликвидности имела свои специфические аспекты, связанные с доминированием в АО иностранных инвесторов. Дело в том, что для венгерского рынка характерны значительные колебания ликвидности, прямо зависящие от «циклов» иностранных инвестиций. Хотя Будапештская фондовая биржа (создана в 1990 г.) является «пионером» в Восточной и Центральной Европе, отсутствие адекватной ликвидности было существенным тормозом ее успешного развития. Аналогичная картина (циклы иностранных инвестиций) наблюдается и в России.

Крайне низкая ликвидность была характерна и для эстонского рынка ценных бумаг. Хотя формально применялась венгерская модель (поэтому в ряде случаев может иметь место «иностраный цикл»), главной причиной низкой ликвидности является фактическое доминирование менеджеров в корпоративном контроле.

В Казахстане, несмотря на относительно большой объем продаж в рамках МП, рынок в середине 90-х гг. был не только неликвиден, но и отсутствовал вовсе. Причиной этого было отсутствие инфраструктуры, обеспечивающей четкость в регистрации прав на акции. До середины 90-х годов это должно было делать министерство финансов, а позже — Национальная комиссия по ценным бумагам. В то же время, по законодательству Казахстана, вторичная торговля акциями АО запрещена, если не налажено ведение его реестра. Эта ситуация не только выглядит несколько искусственной (ибо решение относительно просто), но и тормозит процесс концентрации собственности в целом и окончательно губит институт инвестиционных фондов.

Одной из главных проблем развития рынка в Украине также было отсутствие законодательного обеспечения регистрации ценных бумаг (по состоянию на конец 1995 г.). Регистрационный процесс происходил спонтанно, осуществлялся самими эмитентами, независимых регистраторов не было.

Можно сделать также вывод о том, что формирование чисто инсайдерской модели корпоративного управления (причем в его «распыленном» варианте — при большом числе мелких держателей) негативно влияет на уровень капитализации рынка. В Хорватии в 1997 г. более 40% всех выпущенных акций принадлежало мелким акционерам-инсайдерам, которых насчитывалось около 600 000. Именно эти (и только эти) акции регулярно торговались на Загребской фондовой бирже и на внебиржевом рынке и «задавали» капитализацию (точнее, тормозили ее потенциальный рост). Зеркальным отражением проблемы является отсутствие на рынке институциональных инвесторов (государственные фонды не в счет).

На уровень капитализации влияют и традиционные для переходных экономик риски. Помимо общего для переходной экономики фактора (невозможность оценить риск вложений без полноценной рыночной среды), имеют значение любые слухи, связанные с национальным риском. Так, в Венгрии прямое влияние на состояние рынка оказали слухи (март 1995 г.) о включении Венгрии в секретный меморандум МВФ о потенциальных «последователях» мексиканского кризиса, а также критика присвоенного Венгрии кредитного рейтинга S&P (BB+).

Слабость рынка ценных бумаг прямо связана и с разработанностью в корпоративном законодательстве вопросов раскрытия информации и прозрачности эмитентов. В Армении, например, были сорваны свыше 70 аукционов по продаже лотов акций приватизируемых предприятий, когда неожиданно (!) выяснилось, что за этими предприятиями числятся значительные долги. Неслучайно в Польше в преддверии «тройных» продаж 1997 г. в Торговый кодекс были внесены специальные поправки, повышающие уровень прозрачности эмитентов.

Требования к прозрачности АО-эмитента (вернее, их отсутствие) не только ослабляют развитие рынка, но и способствуют формированию инсайдерских моделей корпоративного контроля. Так, в Хорватии открытые торги на Загребской фондовой бирже стали по сути дополнением к выкупу акций инсайдерами, что было связано с полным отсутствием каких-

либо требований к раскрытию информации эмитентами перед продажами.

В большинстве стран существует тенденция к созданию единого органа по регулированию рынка ценных бумаг. В некоторых случаях специально для учреждения Комиссии по ценным бумагам принимается новый закон по ценным бумагам. Как правило, осознание такой необходимости приходит только на стадии завершения более или менее масштабной приватизационной программы, когда имеет смысл говорить о появлении объекта регулирования — рынка корпоративных ценных бумаг. В большинстве случаев Комиссии по ценным бумагам являются независимыми органами регулирования.

Более того, в некоторых случаях помимо стандартных функций (разработка правил и стандартов, контроль, лицензирование) Комиссия по ценным бумагам наделяется и антимонопольными функциями (см. Рубцов, 1996, с.246-247). Так, например, в Польше приобретение 5% акций одного эмитента должно сопровождаться уведомлением Комиссии. Акционеры, имеющие 10 и более процентов голосующих акций, также должны уведомить Комиссию в случае покупки или продажи пакетов, составляющих свыше 2% голосующих акций. Также требуется предварительное уведомление Комиссии и в случае намерения приобрести пакеты в 25, 33 и 50% голосующих акций. Комиссия вправе запретить такие сделки, если они противоречат антимонопольному законодательству. Это является дополнительным свидетельством централизации функций регулирования на рынке ценных бумаг.

Большое значение имеет наделение Комиссии правом обращения в суды. Так, в Венгрии Государственная инспекция по ценным бумагам (с 1990 г.) может выступать истцом при нарушении законодательства и инициировать судебное разбирательство против эмитента или брокера при нарушении ими условий эмиссии, против инсайдера, использовавшего внутреннюю информацию для обогащения. Это принципиально важно для защиты прав акционеров.

В практике некоторых стран имеет место противоречие корпоративного законодательства и законодательства о регу-

лировании рынка ценных бумаг. Речь идет о попытках симбиоза германской (континентальной) модели регулирования АО и американского подхода к защите прав. Часто такой эклектический подход оставляет за пределами действующих правовых норм и институтов реальную защиту прав акционеров.

Так, например, в правовой системе Македонии с 1996 г. действует Торговый кодекс по континентальному праву, тогда как защита прав инвесторов отнесена к сфере действия закона о выпуске и торговле ценными бумагами (в декабре 1996 г. — в проекте). Одним из практических следствий такого конфликта является дискриминация мелких акционеров. В Венгрии закон о хозяйственных обществах 1988 г. разработан в традициях континентального права, а закон об открытой эмиссии ценных бумаг и фондовой бирже 1990 г. — в духе англосаксонских правовых норм.

На уровне гипотезы можно предположить, что на формирование той или иной торговой инфраструктуры рынка (ее реальной роли) влияет уровень концентрации собственности. Так, в Чехии в середине 90-х гг. биржевая торговля абсолютно доминировала (по отношению к электронной системе РМ и прочей внебиржевой торговле). Одной из причин, возможно, является тот факт, что собственность высококонцентрирована и стадия борьбы за контроль не стала заметным явлением. В России же, напротив, одной из причин абсолютного доминирования внебиржевой торговли корпоративными ценными бумагами является относительно длительная и ожесточенная борьба за контроль (в том числе через концентрацию собственности). Это предполагает минимальную прозрачность и максимальную конфиденциальность сделок, что малореалистично на цивилизованно работающей бирже.

Большое значение для последующего активного развития рынка ценных бумаг имело создание на приватизационной стадии той или иной системы инвестиционных институтов (посредников), причем независимо от их современного состояния. В тех странах, где было принято решение о создании и поддержке такой системы, функционирование инвестиционных институтов стимулировало развитие рынка даже таким

способом, как обмен пакетами акций предприятий между инвестиционными фондами для консолидации контроля. Возможно, единственным исключением в середине 90-х годов стал Казахстан, где рынок отсутствовал, несмотря на исключительную законодательную поддержку фондов.

В настоящее время общей тенденцией для многих стран, которые использовали этот механизм, является пересмотр законодательства об инвестиционных фондах. В зависимости от национальной специфики этот пересмотр происходит по трем основным направлениям:

— определение путей трансформации приватизационных инвестиционных фондов в классические типы фондов или в холдинговые компании (Россия, Молдавия, Болгария);

— попытка решения проблем, связанных с местом инвестиционных фондов в системе управления АО, в том числе в рамках общих проблем роли крупных аутсайдеров (страны с концентрированной собственностью);

— решение конфликтов интересов, связанных с учредителями и акционерами фондов (Чехия).

Важное значение для формирования модели регулирования рынка и активности рынка имеет соотношение его сегментов. Например в Венгрии, по оценкам, доминирование на рынке ценных бумаг государственных ценных бумаг создавала эффект «навеса», который препятствует доступу на рынок промышленных компаний. Аналогичная картина была характерна для некоторых других стран (Албания, Россия).

Если рассматривать рынок ценных бумаг как «рынок корпоративного контроля» (т.е. публичный и детально регулируемый законодательно рынок «враждебных поглощений»), то ни в одной из стран с переходной экономикой это явление не получило широкого распространения (см. также главу 2). Определенными спонтанными суррогатами такого рынка могут быть массовые процессы скупки акций приватизированных предприятий в ходе борьбы за контроль (в т.ч. между инсайдерами и аутсайдерами). В каком-то смысле в качестве специфических (для переходной экономики) разновидностей «враждебных поглощений» можно рассматривать сделки между



институциональными инвесторами по обмену принадлежащих им пакетов акций различных АО в целях консолидации собственности, а также пролоббированные заинтересованными субъектами государственные акты о передаче крупных пакетов акций (предприятий целиком) от одного АО (холдинга) к другому (здесь очевиден широкий диапазон возможных ситуаций и методов).

## **7.2. Этапы развития рынка в 90-е годы**

Для российского рынка ценных бумаг (РЦБ), который весьма бурно и динамично развивается с начала 1991 года (всплеск активности с конца 1993 года), неизбежными являются естественные болезни роста. Вместе с тем, существует и значительный потенциал его дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат такие факторы, как большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, значительное число перспективных предприятий, акции которых пока явно недооценены, интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям и ряд других.

Ключевой задачей, которую должен выполнять РЦБ, является прежде всего обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

Пока эта основополагающая функция рынка корпоративных ценных бумаг — аккумуляция средств инвесторов и обеспечение предприятиям доступа к капиталам на цели инвестирования — работает слабо. В значительной степени рынок обслуживал процесс приватизации и процесс перераспределения собственности после приватизации, а также венчурные спекулятивные вложения в ценные бумаги.

С учетом специфики формирования российского РЦБ в рамках переходной экономики складывающаяся модель должна способствовать следующему:

- содействию в формировании условий для экономического роста;
- надежной защите прав инвесторов;
- развитию процессов интеграции регионов России на основе формирования единого цивилизованного фондового рынка;
- стимулированию вложения капиталов российских инвесторов преимущественно в российскую экономику;
- превращению России в один из самостоятельных мировых центров фондовой торговли.

Рынок ценных бумаг в России начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия известного Постановления Совета министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. «Об утверждении Положения об акционерных обществах». Для этого — первого — этапа были характерны следующие процессы:

- появление (еще в 1990 г.) первых открытых АО, выпустивших акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк «Менатеп», Российская товарно-сырьевая биржа);
- в марте 1991 г. государственные облигации впервые появились на биржевых торгах (фондовый отдел Московской товарной биржи);
- массовое создание АО и выпуск их акций в свободную продажу;
- появление сотен бирж в 1991 г. и начало функционирования других институтов РЦБ — инвестиционных компаний и др. — в 1992 г.<sup>70</sup>

Первоначально акций, находившихся в свободной продаже, было крайне мало. Большая часть оборота фондовых ценностей, концентрировавшегося в основном в фондовых отделах товарных бирж, приходилась на брокерские места бирж и государственные долговые обязательства. Кроме фондовых отделов товарных бирж, фондовая торговля осуществлялась сами-

---

<sup>70</sup> Подробно о начальном периоде развития рынка см. доклады ИНИОР, 1994; ФКЦБ, 1995, данные которых использованы ниже.

ми эмитентами ценных бумаг в ходе их первичного размещения.

Последовавший во второй половине 1991 г. рост количества выпускаемых акций связан с биржевым бумом, когда в течение нескольких месяцев было создано несколько сот бирж. Как институты нового сектора экономики — рыночной инфраструктуры — биржи выбирали в большинстве своем и новые организационно-правовые формы — АО. Создание бирж в форме АО сопровождалось крупными эмиссиями акций. В то же время многие коммерческие банки, созданные ранее, перерегистрировались в форме АО и начали размещение своих акций. Новые коммерческие банки также организовывались, как правило, в форме АО. К августу 1991 г. благодаря формированию в рыночном секторе экономики (прежде всего, в рыночной инфраструктуре) значительного количества АО была набрана критическая масса ценных бумаг, достаточная для начала функционирования фондовых бирж.

Итогом этого этапа (к весне 1992 г.) можно считать появление всех возможных видов ценных бумаг со всеми возможными сроками действия, эмитированными в основном корпорациями и государством. Можно также считать, что к концу этого этапа в основном было закончено формирование первичной нормативной базы развития РЦБ. Постановление Совета министров РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» на 5 последующих лет стало основным документом в этой области (за исключением приватизируемых предприятий).

Основными формальными вехами второго этапа развития РЦБ стали:

— система приватизационного законодательства 1992-1994 гг.;

— создание и развитие организованного рынка государственных ценных бумаг в 1993-1995 гг.

Точкой отсчета для этого этапа стал Указ Президента РФ № 721 от 1 июля 1992 г. «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объ-

единений государственных предприятий в акционерные общества», который оказал наибольшее влияние на развитие РЦБ в 1992-1994 гг. Технология чековой (ваучерной) приватизации стала, в свою очередь, решающей для развития инфраструктуры РЦБ.

По имеющимся оценкам, именно в 1994 г. РЦБ впервые стал оказывать в России сильнейшее влияние на общеэкономическое и даже политическое развитие страны, причем одновременно и позитивное, и негативное.

Так, резкое расширение рынка государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО) в 1994 году позволило в определенной мере уменьшить размер свободных денежных ресурсов, оказывавших отрицательное воздействие на курс рубля и на темпы инфляции. В то же время рынок государственных ценных бумаг был тем «навесом», который сдерживал развитие инвестиционной активности на корпоративном сегменте рынка и стал одной из причин финансового коллапса 1998 года.

Резко увеличившийся размер сбережений населения вызвал к жизни значительное количество эмитентов (хотя и крайне низкой степени надежности), ориентированных на работу именно с населением. В то же время государство оказалось не способно противопоставить «финансовым пирамидам» ни альтернативных и надежных финансовых инструментов, ни эффективной системы контроля и пресечения мошеннической деятельности «пирамид».

Тогда же, в 1994 г., впервые началось использование ценных бумаг для разрешения кризиса неплатежей (выпуск казначейских обязательств (КО). По многим имеющимся оценкам, этот инструмент стал одновременно и денежным суррогатом, стимулирующим инфляцию.

Наконец, именно в 1994 году в Россию впервые были осуществлены иностранными (псевдо-иностранскими) инвесторами крупные вложения в акции приватизированных предприятий. Отсутствие адекватной системы регулирования и стимулирования внутренних инвестиций в ценные бумаги российских корпораций (через налоги, общую макро- и правовую

среду) вплоть до кризиса 1997-1998 г. сделало российский рынок корпоративных ценных бумаг абсолютно зависимым от цикличности движения преимущественно спекулятивных портфельных инвестиций из-за рубежа.

Быстрое развитие рынка поставило в качестве одного из ключевых вопросов вопрос о создании новой нормативной базы. Для периода 1996-1997 гг. развитию РЦБ присущи, на наш взгляд, следующие основные признаки:

- появление нормативной базы, определяющей институционально-регулятивные аспекты функционирования РЦБ в России;

- позитивные качественные изменения, связанные с развитием инфраструктуры;

- общие благоприятные тенденции и значительные резервы в развитии ликвидности и капитализации рынка, возрастание стабильности рынка;

- вступление в силу в 1996 г. Законов «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг».

Важнейшим качественным отличием этого институционального этапа развития РЦБ стало также растущее международное признание российского РЦБ, доступ российских эмитентов различного типа к мировым финансовым рынкам. Среди наиболее важных событий в этой области следует отметить вступление России в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), получение одновременно кредитного рейтинга Moody's, Standard&Poor's и IBCA, успешные выпуски «еврооблигаций», публикация индекса IFC Global Russia, выпуски ADR/GDR рядом компаний, включение одной из российских компаний в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, признание американской Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC) некоторых российских банков «надежным иностранным депозитарием» и др.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 1997 г., наиболее сильно ударил по развивающимся рынкам, к которым относится и российский. Уже в феврале-марте 1997 г. началось падение фондовых индексов в Таиланде, Сингапуре, Малайзии, на Филиппинах, в Чехии и в Польше, в мае — в Китае, в

июне — в Японии, в июле — в Южной Корее и Индонезии, в сентябре — в Чили. С конца октября 1997 г. кризис охватил практически все фондовые рынки мира.

В этом смысле Россия не стала исключением: как и в других странах мира, после пика осеннего кризиса 1997 г. в стране возобновился некоторый рост котировок. Российский рынок, как и другие развивающиеся рынки, испытал влияние общемирового процесса переориентации стратегий инвестиционных институтов в 1998 г. Одновременно кризис на мировых финансовых рынках обусловил сравнительно высокую волатильность большинства национальных фондовых индексов в течение всего 1998 г.

Даже с учетом резкого падения в 1997 г. фондовых индексов, Россия еще оставалась абсолютным мировым лидером повышения фондового индекса (88% за 1997 г.). В значительной степени это было связано с заметным прогрессом в законодательной сфере, развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг, ростом инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских корпоративных эмитентов на фоне снижающейся в 1996-1997 гг. доходности других финансовых инструментов.

Тем не менее «азиатский кризис», как и снижение мировых цен на сырьевые товары, стали лишь внешней причиной финансового кризиса в России, кризиса, имеющего свои специфические особенности. Катастрофическое падение российского фондового рынка в 1998 г. (капитализация снизилась на 90% с октября 1997 г. по октябрь 1998 г.) невозможно объяснить только неблагоприятной мировой финансовой конъюнктурой. Последняя лишь обострила внутренние накопившиеся негативные тенденции в экономике России. Именно эти внутренние тенденции стали роковыми для развития ситуации весной-летом 1998 г. (см. также главу 10).

Последующий период (октябрь-декабрь 1998 г.) можно охарактеризовать как период посткризисной стагнации рынка. Хотя уже осенью 1998 г. появилась возможность реанимации некоторых сегментов финансового рынка России, вплоть до конца 1998 г. оставались нерешенными принципиально важные вопросы:

— сохранялась неопределенность в отношении долгов и процентов по долгам на осень 1998 — 1999 гг.<sup>71</sup>;

— не была принята окончательная схема реструктуризации долга по ГКО;

— отсутствовала ясная программа регулирования и санации банковского сектора в условиях кризиса;

— сохранялась общая социально-экономическая неопределенность относительно перспектив развития экономики России в 1999 г., прежде всего связанная с проблемами бюджета.

В результате экономические агенты, оставшиеся жизнеспособными, не получали по крайней мере внятных краткосрочных сигналов, что и обуславливало стагнацию рынка.

Реанимацию корпоративного рынка в 1999 г. некоторые наблюдатели связывают с решением правительства о реструктуризации долгов по ГКО-ОФЗ. Суммарный номинал ГКО-ОФЗ у нерезидентов составлял порядка 83 млрд. руб. В принятой схеме реструктуризации предусматривалась возможность передачи инвесторам специальных ценных бумаг, которые могут вноситься в качестве вклада в уставные капиталы российских банков (20% долга). 10% долга, выплачиваемые деньгами, в течение 1 года должны блокироваться на специальных транзитных счетах. По всей вероятности, такое решение не стало особо привлекательным.

В силу этого в 1998 г. велось обсуждение вариантов приобретения нерезидентами-держателями ГКО акций российских «голубых фишек», причем по двум направлениям: покупка акций корпораций за счет части рублей, полученных при погашении ГКО, и право обмена части ГКО на акции корпораций. Лишь в самом конце 1998 г. прояснились некоторые условия таких вложений: возможны сделки только на открытом рынке (без государственных пакетов), максимальный объем вложений не должен превышать 3,3% общего долга (2 млрд. руб.), эти деньги выплачиваются в 3 приема в течение 6 месяцев.

---

<sup>71</sup> Общий внешний долг России иностранным кредиторам составил 150 млрд. долл., выплаты в 1999 г. - 17,5 млрд. долл. (в т.ч. МВФ соответственно 19 и 4,8, Всемирный банк - 6 и 0,8, ОВВЗ - 11 и 1,3, еврооблигации РФ - 16 и 1,8, прочие - 98 (в т.ч. 40 - Парижскому и 26 - Лондонскому клубам) и 8,8).

Среди проблем — выбор разрешенных акций, разрешенных торговых площадок (вероятно, ММВБ и РТС), опасения дестабилизации рынков валюты и ОФЗ и др. Рассматриваются также возможности выпуска облигаций ряда крупнейших эмитентов, которые могут обмениваться на долговые бумаги, остающиеся у нерезидентов. Хотя потенциальные средства нерезидентов сами по себе могут стать привлекательным объектом конкуренции среди профессионалов рынка ценных бумаг и любых заинтересованных сторон, объемы возможных сделок и общая ситуация нестабильности не позволяют рассматривать этот фактор как весомый по крайней мере для среднесрочного восстановления рынка.

### **7.3. Принципы и направления формирования правовой системы регулирования рынка**

По итогам первой половины 90-х годов прогресс России в области нового законодательства и правовых институтов оценивался относительно невысоко — как «некоторый по законодательству и незначительный по институтам» (третья группа стран, куда по классификации Всемирного банка по этим признакам входили также Киргизия, Молдова, Армения, Грузия и Казахстан). Россия заметно отставала от лидеров — стран первой группы (Польша, Словения, Венгрия, Хорватия, Македония, Чехия, Словакия) со «значительным прогрессом по законодательству и институтам» (The World Bank, 1996).

К концу 90-х годов ситуация изменилась довольно существенно (EBRD, 1998). Россия «по степени охвата» своего хозяйственного законодательства фактически вышла в группу лидеров (экспертная оценка «4-», Болгария, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния, Литва, Хорватия — оценка «4», промышленно развитые страны — оценка «4+»). Гораздо большее отставание сохраняется по показателю «эффективности» хозяйственного законодательства (экспертная оценка «2», у лидеров — «3-4»). В итоге по данной классификации Россия занимает промежуточные позиции среди стран с переходной экономикой.



В целом федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. отвечает потребностям современного рынка ценных бумаг. Ключевым понятием закона является «эмиссионная ценная бумага» — любая ценная бумага (в том числе бездокументарная), которая отвечает следующим признакам: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав; размещается выпусками; имеет равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

К видам профессиональной деятельности на РЦБ отнесены: брокерская (по поручению клиентов); дилерская (от своего имени и за свой счет); деятельность управляющего по управлению ценными бумагами (доверительное управление ценными бумагами, денежными средствами для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, полученными в процессе управления); по определению взаимных обязательств (клиринг); депозитарная деятельность; по ведению реестра владельцев ценных бумаг (держатели реестра-регистраторы), в том числе функции номинального держателя ценных бумаг; по организации торговли на рынке ценных бумаг (услуги, непосредственно способствующие заключению сделок с ценными бумагами между участниками РЦБ).

В законе также регулируются вопросы: функционирования фондовой биржи, процедуры эмиссии и ее этапы, обращение ценных бумаг (удостоверение права собственности на эмиссионные ценные бумаги, переход прав на ценные бумаги), раскрытие информации о ценных бумагах для эмитентов и профессиональных участников, использование служебной информации. Значительная часть закона посвящена регулированию деятельности профессиональных участников РЦБ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и саморегулируемым организациям профессиональных участников РЦБ.

Вместе с тем, по оценкам, закон (и его терминология) содержат и противоречия. Так, например, ст. 2 закона (разрешение выпуска акций на предъявителя) прямо противоречит статье 25 Закона РФ «Об акционерных обществах» (разрешение

только именных акций). Очевидны те преимущества, которые предъявительские акции дают профессиональным операторам рынка в условиях имеющейся неразвитой инфраструктуры. Вместе с тем, вследствие этого противоречия может возникнуть волна конфликтов между держателями таких акций и эмитентами в силу возможного аннулирования выпуска акций.

Следует также отметить, что в законе практически *не реализованы возможности, связанные с применением мер ответственности* за нарушение положений, им предусмотренных. В этой связи необходимо проведение работ по согласованию норм различных отраслей права (административного, гражданского, гражданско-процессуального, уголовного и уголовно-процессуального), регламентирующих деятельность корпораций. Помимо внесения поправок в собственно закон, необходимы поправки в Уголовный кодекс, Уголовно-процессуальный кодекс, Кодекс об административных правонарушениях и др. Кроме того, закон требует принятия значительного числа подзаконных актов, которые смогут более полно и с учетом сложившейся практики раскрыть отдельные его положения.

В целом современное состояние правовой базы РЦБ можно охарактеризовать как этап первоначального формирования, требующий дальнейшего совершенствования и развития в целях осуществления и завершения экономических реформ. Разработка и принятие соответствующих нормативных актов должны осуществляться по двум основным направлениям:

— замена ранее принятых нормативных актов на более совершенные, отвечающие потребностям современного экономического развития страны;

— в новых областях, где требуется законодательно урегулировать те или иные экономические отношения.

На современном этапе развития правовой базы РЦБ требуется *системный* подход к разработке и обновлению законодательства и проведение работ по упорядочению состава и систематизации федерального законодательства. Такой подход предусматривается, в частности, в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной Указом

Президента РФ № 1008 от 1 июля 1996 г. «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации». Основными *принципами* развития нормативной правовой базы РЦБ должны стать:

— развитие нормативной правовой базы рынка как часть проводимой в России правовой реформы;

— преемственность в развитии нормативной правовой базы рынка, эволюционный характер этого процесса;

— декларирование политики в области совершенствования нормативной правовой базы рынка в целях информирования его субъектов о планируемых изменениях правового режима;

— использование гражданского права как основы для развития специальной нормативной правовой базы рынка в сочетании с формированием новых правовых институтов, способствующих становлению и развитию рынка;

— преимущественная и всесторонняя защита законных прав и интересов инвесторов;

— пресечение незаконной деятельности на рынке, повышение ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмитентов за результаты своей деятельности;

— введение административной и уголовной ответственности за наиболее опасные правонарушения на рынке ценных бумаг и совершенствование частноправовых способов защиты прав и интересов профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— создание разнообразных форм компенсаций, систем взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения риска при осуществлении инвестиций в ценные бумаги и повышения доверия инвесторов к рынку ценных бумаг;

— обеспечение инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах, развитие вневедомственного и общественного контроля за достоверностью информации;

— усиление государственного контроля за соблюдением условий лицензирования при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, повышение требований к лицензированию профессиональных участников рын-

ка, обеспечивающих высокий уровень их квалификации, достаточность собственных средств, поддержание высоких стандартов добросовестности и открытости при осуществлении ими профессиональной деятельности;

— создание равных условий и обеспечение конкуренции при осуществлении предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг;

— создание системы независимого общественного контроля деятельности на рынке, развитие общественной инициативы и повышение роли общественных объединений инвесторов и иных профессиональных участников рынка в формировании отвечающего потребностям современного общества рынка.

Среди основных *направлений* развития нормативной правовой базы РЦБ необходимо выделить:

— ужесточение требований по капитализации профессиональных участников рынка (как стратегическое направление, хотя кризисная ситуация 1998-1999 гг. внесла свои коррективы);

— ужесточение требований к профессиональной компетентности лиц, занимающих ведущие должности в организациях-участниках рынка;

— развитие и закрепление в законодательных и иных нормативных правовых актах принципа функционального регулирования при распределении обязанностей между органами государственного регулирования;

— развитие и ужесточение нормативной правовой базы, регулирующей выпуск и обращение производных ценных бумаг;

— введение новых процедур лицензирования и механизмов надзора за деятельностью организаторов торговли ценными бумагами;

— стимулирование концентрации торговли ценными бумагами на организованных рынках;

— совершенствование системы административных и уголовных наказаний за правонарушения на рынке ценных бумаг;

— постепенное увеличение степени открытости рынка для иностранных инвесторов и иностранных финансовых институтов;

— введение системы специальных требований и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка, обслуживающих граждан;

— ужесточение требований к профессиональным участникам рынка, обслуживающим все формы коллективных инвестиций.

# Глава 8. Система государственного регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России: основные компоненты и современные проблемы

## 8.1. Общие цели и подходы к организации системы государственного регулирования

Государственное регулирование рынка ценных бумаг — многоуровневый процесс воздействия на деятельность всех участников рынка ценных бумаг в соответствии с избранными государством целями и принципами. Этот процесс включает широко диверсифицированный комплекс правовых, административных, экономических, технических и др. методов. Создаваемая государством система регулирования рынка ценных бумаг является главным инструментом государственной политики в этой сфере.

Важнейшей особенностью этого процесса в России и других пост-социалистических странах является самостоятельная роль государства не только как регулятора рынка ценных бумаг, но одновременно как эмитента государственных ценных бумаг, крупнейшего продавца корпоративных ценных бумаг в ходе приватизации, акционера (временно или на основе закрепления в государственной собственности пакетов акций)

значительного числа созданных в процессе приватизации акционерных обществ.

Национальные интересы России определяют *основные цели* государственного регулирования на рынке ценных бумаг. К их числу относятся:

- создание и обеспечение эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций;

- финансирование дефицита федерального бюджета на основе связанных с рынком ценных бумаг методов неинфляционного финансирования;

- создание надежных механизмов и финансовых инструментов инвестирования средств населения;

- содействие формированию эффективной модели корпоративного управления приватизированными предприятиями;

- предотвращение социальных взрывов и конфликтов путем защиты прав участников рынка ценных бумаг, и в первую очередь прав инвесторов;

- интеграция российского рынка ценных бумаг в мировой финансовый рынок, обеспечение самостоятельного места российского рынка в системе международных рынков капиталов;

- борьба с суррогатами ценных бумаг и с мошенничеством, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг.

В стратегическом плане указанные цели должны реализовываться через единый комплекс мер, скоординированно осуществляемых государственными органами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг<sup>72</sup>. При их решении необходимо учитывать особенности рынка ценных бумаг как одного из основных механизмов аккумуляции и перераспределения инвестиционных ресурсов в народном хозяйстве: в основе функционирования рынка лежит добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты рынка ценных бумаг. По этой причине главной практической целью государственного регулирования является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

---

<sup>72</sup> Подробно см.: ФКЦБ, 1997.

К важнейшим *принципам* государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся:

— единство нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка;

— минимальное государственное вмешательство и максимальное саморегулирования;

— равные возможности, означающие стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников, равенство всех участников рынка перед регулятивными органами;

— преемственность государственной политики на рынке ценных бумаг;

— ориентация на мировой опыт и учет тенденции глобализации финансовых рынков;

— сочетание функционального и институционального регулирования при организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

— распределение полномочий по регулированию рынка между РФ и субъектами РФ, а также различными органами исполнительной власти;

— приоритетность в защите мелких инвесторов, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;

— максимальное снижение и разделение рисков;

— предотвращение конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Существуют различные подходы к классификации *основных элементов системы государственного регулирования* рынка ценных бумаг. По видам ценных бумаг государственное регулирование затрагивает различные сегменты рынка ценных бумаг — корпоративные, государственные, производные и др. ценные бумаги и их рынки (или же, по иной классификации, долевыми, долговыми и производными ценными бумагами и их рынками).

По видам деятельности и типам операций на рынке ценных бумаг государственное регулирование регламентирует эмиссионную и инвестиционную деятельность всех участников



рынка ценных бумаг: эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров, организаторов торговли, депозитариев, регистраторов, расчетно-клиринговых организаций, доверительных управляющих), деятельность коммерческих банков, инвестиционных фондов, компаний и банков, страховых компаний, пенсионных фондов и др.

С точки зрения организационного устройства государственное регулирование представляет собой сложную многоуровневую систему органов регулирования и надзора: государственных органов и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государство делегирует определенные права. Эти органы могут функционировать на национальном, межрегиональном, региональном и муниципальном уровнях.

В мире известны различные подходы к организации государственного регулирования рынка ценных бумаг: система прямого правительственного регулирования (Ирландия, Нидерланды, Португалия), система контроля со стороны органов, регулирующих финансовую и банковскую систему (Бельгия, Дания, Япония), система контроля через специальную организацию (США, Великобритания, Италия, Франция, Испания), а также смешанные модели.

Определенной организационной системе государственного регулирования рынка ценных бумаг соответствует и адекватная система (иерархия) правового регулирования рынка ценных бумаг. Последняя в зависимости от уровня государственного регулирования включает в себя акты различных органов государственной власти (кодексы, законы, указы, постановления, межведомственные и ведомственные акты и др.), стандарты и правила саморегулируемых организаций, утверждаемые государственными органами. Правовое регулирование дополняется вырабатываемыми самими участниками рынка нормами деловой этики и обычаями делового оборота.

По методам воздействия государственное регулирование подразделяется на косвенное общеэкономическое (бюджетная политика, инструменты валютной и кредитно-денежной политики, налоговая система, политика приватизации и др.) и пря-

мое административное (стандарты деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, регистрация выпусков ценных бумаг, лицензирование на финансовом и фондовом рынке, требования по раскрытию информации в интересах информационной безопасности на рынке ценных бумаг, регулярный надзор и проверки, система санкций и др.).

В зависимости от специфики деятельности различных участников рынка органами государственного регулирования применяются методы функционального или институционального государственного регулирования.

Методы *институционального регулирования* связаны, прежде всего, с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов, качеством управления ими и направлены на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования (например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях и др.). Институциональное регулирование является основой регулирования банковской деятельности, однако широко применяется и на рынке ценных бумаг в тех случаях, когда специфика конкретных видов профессиональной деятельности делает необходимым контроль за финансовым положением участников для защиты интересов инвесторов и других субъектов рынка (например, депозитарная и расчетно-клиринговая деятельность).

Методы *функционального регулирования* связаны с установлением правил совершения определенных операций (т.е. выполнения определенных функций) для защиты интересов инвесторов. Поскольку в большинстве случаев на рынке ценных бумаг основной акцент делается именно на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу государственного регулирования. Этим обуславливается необходимость принятия детальных стандартов профессиональной деятельности.

Согласно ст. 38 Закона «О рынке ценных бумаг», государственное регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации осуществляется путем:

— установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;

— регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

— лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

— запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Помимо общих макроэкономических функций, выполняемых рынком ценных бумаг, необходимо учитывать, что совокупность действующих на нем профессиональных участников сама по себе представляет чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики. Соответственно, в задачи государственного регулирования входит также обеспечение развития рынка ценных бумаг как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг, и сохранение национального контроля за этой отраслью. Это предполагает, во-первых, стимулирование операций с российскими ценными бумагами в России, во-вторых, обеспечение конкурентоспособности российских финансовых институтов по отношению к иностранным финансовым институтам, действующим на российском рынке ценных бумаг.

Решение указанных задач непосредственно связано с *техническим регулированием* рынка (поддержание оптимальных количественных и качественных параметров рынка) — мерами регулирования, направленными на обеспечение ликвидности ценных бумаг, сглаживание резких колебаний курсов ценных бумаг в результате спекулятивной игры. В ряду задач технического регулирования особое место занимает предотвращение

системных кризисов, которые могут быть вызваны, например, сбоями в работе расчетных и клиринговых систем (см. главу 10).

В решении задачи регулирования рынка ценных бумаг интересы его участников и государства по многим позициям совпадают, что позволяет использовать *саморегулирование* как метод оперативного решения возникающих проблем. Интересы государства и участников рынка совпадают прежде всего в вопросах, связанных с предупреждением и разрешением конфликтов между участниками, улучшением управления рисками, снижением возможностей для мошенничества и совершения других противоправных действий, с поддержкой ликвидности и стабильности рынка, внедрением лучших стандартов профессиональной деятельности. Несмотря на совпадение интересов участников и задач государства по многим вопросам регулирования рынка, это совпадение не является полным, и по значительному кругу вопросов требуется прямое государственное регулирование.

*Защита интересов государства и участников рынка ценных бумаг* должна осуществляться по следующим основным направлениям:

- развитие и совершенствование нормативной правовой базы рынка ценных бумаг как часть осуществляемой в России правовой реформы;

- повышение информационной прозрачности рынка и его открытости;

- повышение эффективности судебной системы как части правовой реформы;

- совершенствование системы предотвращения и расследования преступлений на рынке ценных бумаг с учетом существующих возможностей правоохранительных органов и судебной системы в целом, а также возможностей привлечения саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- усиление контроля со стороны государства за деятельностью и финансовой отчетностью профессиональных участ-

ников рынка ценных бумаг на основе введения института уполномоченных аудиторских организаций;

— повышение роли государства в преодолении кризисных ситуаций на рынке ценных бумаг;

— поддержка государством добровольного страхования рисков профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

— защита прав эмитентов и инвесторов.

## **8.2. Иерархия органов регулирования рынка**

Рынок ценных бумаг является одним из наиболее регламентированных рынков в мире. Сложность отношений на рынке, его масштабность, присущий рынку риск, интересы безопасности его участников обуславливают необходимость принятия детальных стандартов и правил работы на рынке, а также привлечения к вопросам регулирования и координации деятельности различных государственных органов.

В силу этого первая попытка создать единый государственный орган, выполняющий роль координатора и регулятивные функции на рынке ценных бумаг, была предпринята уже в 1992 г. В соответствии с Указом Президента РФ от 07.10.92 № 1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» и Распоряжением Президента РФ от 9 марта 1993 г. № 163-рп «О комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации» была создана Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ. Преимущественно рекомендательный характер решений этой комиссии обусловил низкую эффективность ее деятельности как регулятора рынка ценных бумаг.

В настоящее время федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), которая создана в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг», Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1009 «О Феде-

ральной комиссии по рынку ценных бумаг»<sup>73</sup>. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (ст. 42), ФКЦБ России осуществляет следующие функции:

— разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;

— утверждение стандартов и проспектов эмиссии ценных бумаг;

— разработку и утверждение единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности и операциям с ценными бумагами;

— осуществление лицензирования различных видов профессиональной деятельности и саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг;

— определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

— осуществление контроля за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями требований законодательства и др.

В основе регулирования всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельности по управлению инвестициями лежит *лицензирование* указанных видов деятельности. В законе предусмотрено три вида лицензий: профессионального участника рынка ценных бумаг, на осуществление деятельности по ведению реестра и фондовой биржи.

Лицензирование в широком смысле не должно сводиться к однократному акту выдачи лицензии тому или иному участнику рынка. Важнейшей сферой контроля должно быть проведе-

---

<sup>73</sup> ФКЦБ является правопреемником Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ, осуществлявшей свою деятельность в соответствии с Указом Президента РФ от 4 ноября 1994 года № 2063 “О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации”.

ние *систематических проверок* деятельности участников рынка на предмет выполнения требований, установленных для профессиональных участников, осуществляющих деятельность на основании лицензии. Другим важным направлением регулирования является *регистрация* выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпусков по установленным стандартам. В 1997 г. ФКЦБ зарегистрировала 3265 проспектов и 2231 отчет, в 1998 г. — около 20 000 выпусков (см. также главу 10).

Совершенствование *механизма разграничения ответственности* за результаты деятельности по регулированию различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг между органами государственного регулирования должно осуществляться на основе обеспечения единства и непротиворечивости государственного регулирования рынка ценных бумаг, а также передачи полномочий по регулированию рынка ценных бумаг только на основе ответственности за результаты.

Помимо ФКЦБ России, к органам государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся: Министерство финансов РФ, Центральный банк РФ, Мингосимущества РФ, Антимонопольный комитет РФ, Государственная налоговая инспекция, Министерство юстиции РФ и др.

Прямое регулирование деятельности большинства участников рынка входит в компетенцию ФКЦБ России. Регулирование деятельности ряда участников рынка (например, коммерческих банков, страховых компаний или пенсионных фондов), полностью или частично (в отдельных аспектах их деятельности) отнесено к компетенции других ведомств. Соответственно, делегирование части полномочий ФКЦБ другим государственным органам осуществляется путем выдачи им генеральных лицензий или посредством включения их в перечень регистрирующих органов. В функции этих регистрирующих и лицензирующих органов входит контроль за соблюдением законодательства в отношении лиц, которым они выдали лицензии, и в отношении зарегистрированных ими выпусков ценных бумаг.

Конфликты между указанными ведомствами, отмеченные в 1996-1999 гг., имеют в своей основе более общие проблемы институционального развития российского финансового рынка (модель коммерческого банка, модель регулирования рынка, модель функциональной и технической инфраструктуры, модель корпоративного контроля, соотношение различных типов финансовых посредников и т.д.). Длительная неопределенность в решении данных вопросов, в свою очередь, связана как с лоббистскими интересами различных группировок, реализуемыми во властных структурах (и часто взаимно нейтрализующими), так и с общей незавершенностью (промежуточным характером) финансовых институтов переходной экономики в целом. В этой ситуации единственным выходом является (при всех возможных издержках монопольного положения) сосредоточение *всех* регулятивных функций в отношении *всех* корпоративных эмитентов и *всех* профессиональных участников под эгидой одного полномочного государственного органа.

При этом важным элементом системы регулирования должны стать *саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг* (СРО). В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (ст. 48), СРО — это добровольное объединение профессиональных участников РЦБ, действующее в соответствии с законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации. СРО учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

В условиях стагнации рынка после кризиса 1998 г. роль СРО может стать более значимой. В этой связи важнейшей задачей является дальнейшая разработка правил и стандартов, в соответствии с которыми должно будет осуществляться до-



полнительное к государственному регулированию саморегулирование рынка. В настоящее время даже самые развитые объединения сталкиваются с трудностями в разработке правил и стандартов, не говоря уже об их введении. Вместе с тем, существующие в России прообразы СРО уже продемонстрировали признаки быстрого развития.

### **8.3. Проблемы обеспечения прозрачности рынка**

В целом концепция раскрытия информации лежит в основе всех представлений о введении рыночного саморегулирования и является центральной в обеспечении рыночной стабильности. Система раскрытия информации необходима для того, чтобы участники рынка были информированы о действиях друг друга и принимали решения, основываясь на своих оценках реальных фактов. Соответственно, создание эффективной системы раскрытия информации необходимо как для оживления внутреннего инвестиционного климата, так и для повышения привлекательности российского рынка ценных бумаг для иностранных инвестиций.

Суть принципа прозрачности рынка может быть определена:

— как доступ к стандартизированной информации о финансовом состоянии, методах управления и работе эмитентов, ценные бумаги которых продаются на открытом рынке<sup>74</sup>;

— как та степень, в которой информация о торговых сделках (котировки, цены и объёмы) открывается широкой публи-

---

<sup>74</sup> В большинстве случаев обязательное раскрытие информации о компании осуществляется путем требования публичного доступа к следующим документам и регулированию формы и метода использования этих документов: учредительные документы и другая регистрационная информация, проспект эмиссии или другие документы по эмиссии, заявки на листинг ценных бумаг на биржах или внебиржевых торговых рынках, обращения за доверенностями к акционерам в связи с годовыми собраниями акционеров, годовая и промежуточная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с рекомендуемыми стандартами бухгалтерской отчетности и проверенная независимыми аудиторами. В дополнение большинство крупнейших компаний добровольно раскрывают акционерам дополнительную информацию в виде годового отчета и др.

ке сразу после выставления котировки или по завершении торговой сделки<sup>75</sup>.

Обязательное раскрытие стандартизированной информации обо всех компаниях, акции которых обращаются на рынке, позволит:

- инвесторам взвешенные решения, что способствует росту эффективности рынка и увеличению объемов инвестиций;
- снижать затраты на получение необходимой информации об эмитенте, что также способствует росту эффективности рынка;
- осуществлять инвестиции тем российским и зарубежным инвесторам, у которых существуют строгие стандарты инвестирования, запрещающие инвестировать в компанию, если она не раскрывает информацию о себе на регулярной основе;
- защищать инвесторов от мошенничества, препятствует случаям использования конфиденциальной информации инсайдерами и разрешает проблему конфликта интересов, обеспечивая внешний контроль за действиями руководства предприятия;
- стимулировать конкуренцию между предприятиями, раскрывая информацию о предприятиях и оценивая их достижения, и тем самым способствуя укреплению эффективности рынка;
- повысить добросовестность и ответственность менеджеров предприятий.

Вместе с тем, западная практика показала, что обязательное раскрытие информации может таить в себе и опасности для рынка. Принудительное раскрытие информации резко ограни-

---

<sup>75</sup> Рынок, который «полностью» прозрачен, раскрывает следующую информацию в реальном времени о ценной бумаге: (1) точная информация о размере и цене торговой сделки: твёрдые котировки в типичных размерах и открытые (неисполненные) приказы-распоряжения клиента с заранее обозначенными ограничениями, как по наилучшей цене покупки и продажи, так и за пределами таких котировок (так называемая прозрачность «до заключения торговой сделки» (“pre-trade” transparency)); (2) цена и объём завершённых сделок на всех рынках, торгующих данной ценной бумагой.

чивает право на частную жизнь, на коммерческую тайну. В частности, на рынке ценных бумаг раскрытая информация часто используется не для анализа инвесторами, а для анализа конкурентами. В силу этого при введении соответствующих норм регулирования важно создать разумный баланс между коммерческой тайной и необходимым объемом раскрываемой информации.

Существуют по крайней мере два фактора, которые должны побуждать руководителей предприятий к раскрытию информации – «инвестиционный» и «законодательный». Массовая приватизация в России привела к формированию 32 000 открытых акционерных обществ. В условиях острого инвестиционного кризиса прозрачность компании становится неотъемлемым условием привлечения внешних финансовых ресурсов. В то же время добровольность обеспечения прозрачности для привлечения инвестиций означает согласие реальных владельцев на уступку части контрольных функций и доли собственности. В современных реалиях России к этому готовы единицы.

Что касается «законодательного» фактора, то действовавшее в 1991-1995 гг. законодательство в отношении раскрытия информации о компаниях-эмитентах ограничивалось сравнительно малым объемом информации о предприятии. В настоящее время базовыми документами, устанавливающими требования по раскрытию информации, являются Законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг». В соответствии со ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» под раскрытием информации понимается «обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение».

В соответствии со ст. 92 Закона «Об акционерных обществах» открытое общество обязано ежегодно опубликовывать в средствах массовой информации, доступных для всех акционеров данного общества, годовой отчет общества, бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков.

Закон «О рынке ценных бумаг» содержит подробные требования к решению о выпуске ценных бумаг; сертификату эмиссионной ценной бумаги; проспекту эмиссии; раскрываемой информации о выпуске ценных бумаг; отчету об итогах выпуска ценных бумаг. Также в этом законе (гл. 7) содержатся общие требования ко всем случаям раскрытия текущей информации со стороны эмитента ценных бумаг, владельца ценных бумаг и профессионального участника рынка.

В марте 1997 г. было принято решение, что к 202 крупнейшим российским эмитентам должны предъявляться наиболее жесткие требования по раскрытию информации, прежде всего в отношении данных о финансово-хозяйственной деятельности и рекламы эмиссий. При этом вторичные эмиссии этих 202 эмитентов регистрируются в ФКЦБ, а эмиссии остальных предприятий — в территориальных отделениях ФКЦБ. В 1998 г. число таких эмитентов возросло более чем в 2 раза.

Одновременно с расширением объема предоставляемой информации проводится политика централизации предоставляемой информации и формирования единой базы данных в интересах инвесторов. Утвержденное ФКЦБ «Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитентов эмиссионных ценных бумаг» (№ 32 от 12 августа 1998 г.) требует от всех коммерческих организаций, которые обязаны предоставлять ежеквартальный отчет эмитента<sup>76</sup>, направлять также соответствующую информацию в полномочный регистрирующий орган (на бумажном и магнитном носителях), а также публиковать необходимое сообщение.

---

<sup>76</sup> В свою очередь, ежеквартальный отчет обязаны предоставлять коммерческие организации, государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии (за некоторыми исключениями). Подробно см. Положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг (утв. Постановлением ФКЦБ № 31 от 11 августа 1998 г.)

В частности, к таким существенным фактам относятся изменения в списке лиц, входящих в органы управления; изменения в размере участия в уставном капитале эмитента, его дочерних и зависимых обществ лиц, входящих в органы управления эмитента; изменения в списке владельцев (акционеров) эмитента; изменения в списке юридических лиц, в которых эмитент владеет долей участия; изменения в списке лиц, которые обладают более 5% голосов в высшем органе управления эмитента; появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида и др.

Что касается информации о торговых операциях, то в 1993-1996 гг. большинство ценных бумаг продавались и покупались на внебиржевом рынке при отсутствии учёта операций и технических средств для объявления котировок на продажу и покупку. Если и выставлялись котировки в какой-либо системе, они в лучшем случае были индикативными (информационными). Создание РТС в мае 1995 г. (и введение твердых котировок) привело к заметно возросшему объёму информации.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (гл. 7) профессиональный участник рынка при предложении и/или объявлении цен покупки и/или продажи эмиссионных ценных бумаг обязан раскрыть имеющуюся у него общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих бумаг, или сообщить о факте отсутствия у него этой информации.

Конкретные механизмы раскрытия информации регулируются другими нормативными актами<sup>77</sup>. Главным направлением

---

<sup>77</sup> Так, например, постановление ФКЦБ России № 9 от 7.05.96 определяет информацию, которую открытое акционерное общество должно ежегодно опубликовывать в дополнение к требованиям ст.92 закона “Об акционерных обществах”: соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала, количество акционеров и данные о реестродержателе. На основе опыта первых эмиссий ценных бумаг российскими предприятиями разработан и утвержден новый формат проспекта эмиссии акций и облигаций. В сентябре 1996 года Постановлением ФКЦБ России № 19 были утверждены “Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспект эмиссии”. В феврале 1997 года Постановлением № 8 утверждены “Стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций”, заменившие действовавшую

политики в этой области пока стало расширение до международных стандартов объема информации, которая должна предоставляться в проспектах эмиссий для открытого размещения новых ценных бумаг. Вместе с тем, важнейшей задачей контроля должно стать не только количество информации и регулярных отчетов, но также *и качество предоставляемой информации*. В целом можно говорить об улучшении информационной среды в 1996-1998 гг. Тем не менее проблема информационной закрытости остается по-прежнему острой.

Одним из основных условий привлечения инвестиций является перестройка всей процедуры подготовки и раскрытия информации, в том числе финансовой. При этом процедура раскрытия информации должна создать в России единое информационное пространство. Раскрытие информации должно включать в себя получение инвесторами сведений не только об эмитентах, но также о профессиональных участниках рынка ценных бумаг и коллективных инвесторах. Для решения проблемы раскрытия информации о предприятиях необходимо:

— детально регламентировать состав и структуру раскрываемой информации финансового и нефинансового характера, а также унифицировать способы ее раскрытия;

— разработать правила раскрытия информации, а также процедуры, позволяющие обеспечить доступ к раскрываемой информации всех заинтересованных лиц.

Необходимо отметить, что в марте 1999 года вступил в силу Закон «О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг», который установил важные нормы, связанные с раскрытием информации. В частности, им были установлены требования по раскрытию информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг в ходе обращения ценных бумаг. В соответствии со статьей 6 этого закона профессиональные участники при приобретении у него инвестором<sup>78</sup> ценных бумаг, либо при приобретении им ценных бумаг по

---

Инструкцию Минфина №2 от 3 марта 1992 года «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации.

<sup>78</sup> Под инвестором закон понимает лиц, не являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

поручению инвестора, обязан по требованию инвестора предоставить сведения, содержащиеся в решении о выпуске этих ценных бумаг и проспекте их эмиссии. Тем самым закон конкретизировал положение статьи 30 Закона «О рынке ценных бумаг», согласно которой профессиональный участник рынка ценных бумаг «при предложении и/или объявлении цен покупки и/или продажи эмиссионных ценных бумаг обязан раскрыть имеющуюся у него общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих эмиссионных ценных бумаг, или сообщить о факте отсутствия у него этой информации».

Кроме того, Закон «О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг» установил дополнительные последствия нарушения требований о предоставлении предусмотренной им и иными нормативными актами информации. Благодаря этому закону инвестор получил право требовать изменения или даже расторжения своего договора с эмитентом или профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Этим законом (ст.4) также установлено ограничение на обращение ценных бумаг эмитентов, не раскрывающих информацию в объеме и порядке которые предусмотрены законодательством РФ о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги. Такие ограничения заключаются в запрещении рекламировать ценные бумаги или предлагать их неограниченному кругу лиц. Таким образом, эмитенты, которые хотят, что бы их ценные бумаги, размещение которых не сопровождалось регистрацией проспекта эмиссии, обращались на организованном рынке, должны раскрывать информацию в виде ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах. Значение этой статьи заключается в том, что она устранила недостаток Закона «О рынке ценных бумаг», который, связывая обязанность по раскрытию ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах с регистрацией проспекта эмиссии, тем не менее не ограничивал возможности «публичного» обращения ценных бумаг, если проспект эмиссии не регистрировался. До введения в действие этого закона, ценные бумаги эмитента, регистрация ни одного из выпусков ценных бумаг которого не сопровождалась регистрацией про-

спекта эмиссии (в силу ли незначительности объема номинальной стоимости или незначительности подписчиков), могли обращаться на организованном рынке без раскрытия информации.

Статья 5 устанавливает ответственность лиц, подписавших проспект эмиссии, за убытки, причиненные инвесторам вследствие недостоверной или вводящей в заблуждение информации, содержащейся в проспекте эмиссии. До сих пор российское законодательство не предусматривало никакой ответственности должностных лиц эмитента за неадекватную информацию. С принятием закона должностные лица эмитента, подписавшие проспект эмиссии, а также оценщики и аудиторы, подтвердившие изложенную в нем информацию, «солидарно несут субсидиарную ответственность» с эмитентом.

Наконец, закон предусматривает административную ответственность в виде штрафа: за рекламу и предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг, не прошедших регистрации; ценных бумаг, эмитент которых не раскрывает информацию, предусмотренную для эмитентов публично размещающих ценные бумаги; а также за нарушение правил раскрытия информации (ст. 12).

Надо отметить, что до принятия этого закона российское законодательство не предусматривало указанных выше мер ответственности и, поэтому ни один регистрирующий орган не мог реально принуждать к соблюдению правил раскрытия информации.

Как и в отношении корпоративного законодательства, принятие новых даже высоко детализированных и прогрессивных законодательных актов в области рынка ценных бумаг не может снять многие из *существующих недостатков* регулирования раскрытия информации на рынке ценных бумаг.

Как было показано в главе 2, формирование системы раскрытия информации в России проходит на фоне борьбы за контроль в корпорациях. В этой связи особое значение приобретают функции по регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг.



Вплоть до настоящего времени размещение ценных бумаг сопровождается многочисленными нарушениями, которые, с одной стороны, задевают интересы существующих инвесторов, в первую очередь акционеров, и, с другой стороны, ставят под сомнение права новых инвесторов.

Иногда нарушения могут быть обнаружены при регистрации выпуска ценных бумаг. Примером этого является случай с ОАО «Сибирская нефтяная компания», проспект эмиссии акций которой не соответствовал решению о выпуске и содержал сведения, которые могли ввести инвесторов в заблуждение, а также с ОАО «СИДАНКО», когда представленные документы свидетельствовали об отсутствии необходимого решения о размещении.

Тем не менее, практика показывает, что далеко не все нарушения могут быть обнаружены на этапе регистрации выпуска ценных бумаг. В большинстве случаев на нарушения, которые могли бы быть основанием для отказа в регистрации ценных бумаг, указывают сами инвесторы, чьи интересы затронуты. Однако обращения, указывающие на нарушения при эмиссии, часто поступают в ФКЦБ уже после регистрации ценных бумаг, более того, уже после размещения ценных бумаг.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» предусматривает, что аннулирование эмиссии уже зарегистрированных ценных бумаг возможно двумя способами – она может быть признана несостоявшейся или недействительной.

В отличие от признания эмиссии недействительной, что возможно только в суде, эмиссия может быть признана несостоявшейся, если нарушения в процедуре эмиссии будут обнаружены до регистрации отчета об итогах выпуска. В этом случае регистрирующий орган отказывает в регистрации отчета об итогах выпуска. На деле, именно это стало наиболее эффективным средством защиты интересов инвесторов. Примером этого может являться отказ в регистрации отчета об итогах выпуска ОАО «НОСТА»<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> С вступлением в силу Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» у ФКЦБ появилась возможность преследовать за

Анализируя действующий Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», нужно отметить, что он, с одной стороны, упростил регистрацию ценных бумаг (она уже не должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии, если число инвесторов или сумма средств, привлеченных в результате новой эмиссии тех же ценных бумаг вместе с уже размещенными ценными бумагами, превысит определенную величину). С другой стороны, он не содержит правила, аналогичного Положению № 78, о том, что регистрирующий орган вправе освободить выпуски, размещаемые частным путем, от регистрации проспекта эмиссии. Кроме того, предусмотренные самим законом требования о регистрации проспекта эмиссии при закрытом размещении (сумма привлеченных средств и количество инвесторов) весьма несовершенны.

Во-первых, закон не учитывает способ эмиссии, что заставляет регистрировать проспект эмиссии не только при подписке, но и при размещении дополнительных акций среди акционеров, при увеличении номинальной стоимости акций, при изменении прав по акциям. Во-вторых, и при подписке закон не учитывает состава инвесторов, участвующих в подписке. Так, регистрация проспекта эмиссии необходима даже, если размещение ценных бумаг, номинальная стоимость которых превышает 50 тысяч минимальных зарплат, осуществляется одному профессиональному участнику рынка ценных бумаг.

Очевидно, что регистрация проспекта эмиссии необходима только при привлечении дополнительных инвестиций, то есть при размещении ценных бумаг путем подписки. Регистрация проспекта эмиссии необходима и далеко не во всех случаях подписки. От регистрации проспекта эмиссии должны быть освобождена подписка, участниками которой являются лица, в отношении которых можно предположить искушенность в со-

---

нарушение правил раскрытия информации. Закон закрепляет за ФКЦБ право налагать на должностных лиц штраф в размере до 200 минимальных размеров оплаты труда, а на юридические лица – штраф в размере до 10 000 минимальных размеров оплаты труда. Эти меры наиболее всего соответствуют характеру нарушений, связанных с раскрытием информации.

стоянии дел эмитента (инвестиционный банк, коммерческий банк, собственные директора эмитента и т.п.).

Действующие правила воспринимаются как бессмысленные и поэтому вызывают неприязнь со стороны эмитентов. Эти требования, кроме того, дезориентируют эмитентов относительно предназначения проспекта эмиссии как инструмента раскрытия информации, затрудняют осуществление эмиссии, повышают связанные с ней издержки.

Проблема другого характера связана с ежеквартальными отчетами и сообщениями о существенных фактах. Если эмитент не может уклониться от регистрации проспекта эмиссии, то он может уклониться от предоставления периодической информации. Это, как и ожидалось, стало наибольшей проблемой раскрытия информации. Данные, полученные в ФКЦБ, показывают, что обязанность по раскрытию ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах не выполняется подавляющим большинством эмитентов.

Это отчасти объясняется, тем, что до вступления в силу Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» у регистрирующих органов не было никаких средств наказания за неисполнение этой обязанности. Однако есть и другие причины, которые оказывают большее влияние на мотивацию эмитентов раскрывать или не раскрывать информацию.

Как уже было сказано выше, в ряде случаев проспект эмиссии регистрируется без необходимости. Учитывая, что обязанность составления ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах закон связывает именно с регистрацией проспекта эмиссии, это означает, что эмитент, который зарегистрировал проспект эмиссии, впоследствии обязан раскрывать и информацию в виде ежеквартальных отчетов и сообщений о существенных фактах. В том случае, если такую обязанность несут эмитенты, ценные бумаги которых не обращаются или обращаются незначительно (акционерное общество, все акции которого принадлежат одному акционеру), это требование бессмысленно. Выполнение такого требования вызывает протест, поскольку влечет еще большие, чем составление про-

спекта эмиссии, издержки, которые также не оправданы необходимостью.

Следует также заметить, что в условиях финансового кризиса требования по раскрытию информации воспринимаются как бремя.

Конкуренция за инвестиции могла бы стимулировать эмитентов представлять информацию. Однако, как показывает опыт, подавляющее большинство выпусков акций не связаны с привлечением дополнительных инвестиций (см. главу 10).

В условиях неблагоприятного делового климата сокрытие информации – адекватная реакция предпринимателя. Требования к раскрытию информации воспринимаются как еще один способ со стороны государства выяснить реальное финансовое положение эмитента. С учетом этого понятно недоверие к информации, раскрываемой эмитентами, со стороны ее потребителей. Никто не воспринимал и не воспринимает эту информацию как имеющую хоть сколько-нибудь большую достоверность, чем всякая иная информация, появляющаяся на рынке.

В связи с этим необходимо внесение целого ряда изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», которые должны исключить бессмысленные случаи раскрытия информации, упорядочить ее предоставление в тех случаях, когда она в самом деле необходима. В результате этого, как ожидается, ее роль должна стать более понятной эмитентам и инвесторам.

Вместе с облегчением бремени раскрытия информации в случаях, когда это не вызывается необходимостью, большое значение имеет, как уже отмечалось выше, повышение качества предоставляемой информации.

Во-первых, это касается качества финансовой информации. Большая проблема раскрываемой финансовой информации — несопоставимость финансовой информации, представленной в отчетности за различные периоды времени. В целом, это связано со стремительными изменениями правил учета и отчетности, которые имеют место в течение последних лет. Однако с точки зрения пользователя финансовой отчетности сопостави-

мость представленных данных является ключевым условием при их анализе и принятии решений об инвестировании, кредитовании и т.д.

Еще одна проблема связана с полезностью представляемой финансовой информации. Традиционной чертой российской бухгалтерской отчетности была ее ориентация на налогообложение. Установленные государством правила ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской отчетности были направлены в первую очередь на то, что бы сделать их базой для исчисления и уплаты налогов. Хотя сегодня бухгалтерская отчетность уже не может быть классифицирована как ориентированная исключительно на налоги, однако в некоторой ее части это по-прежнему так. Такая информация бесполезна для инвесторов и вызывает у них недоверие. Часто и сами эмитенты отдают себе отчет в том, что предоставляемая ими финансовая информация вводит в заблуждение инвесторов, не дает им истинной картины финансового положения эмитента.

Необходимо четко разделять принципы составления и представления налоговой и финансовой отчетности, в противном случае произойдет смешение налоговых и финансовых целей, которые не только различны, но и нередко противоположны. В этой связи процесс реформирования бухгалтерского учета в России в соответствии с международными стандартами учета имеет очень важное значение, поскольку предоставляет возможность пользователям получать именно финансовую информацию о предприятиях.

Во-вторых, большое значение имеет понятность предоставляемой информации. Необходимо, чтобы она удовлетворяла как неискушенных инвесторов, так и финансовых аналитиков. Очевидно, что существующая сегодня структура проспекта эмиссии, ежеквартального отчета не вполне удовлетворительны. Наконец, должны совершенствоваться способы предоставления информации.

Таким образом, с учетом создаваемой системы раскрытия информации реформа бухгалтерского учета в России должна заключаться:

— в приведении бухгалтерского учета в соответствие со сложившейся системой рыночных отношений в России путем создания и внедрения в практику работы российских предприятий модели бухгалтерского учета на основе международных стандартов бухгалтерского учета;

— в формировании на базе международных стандартов финансовой отчетности, адекватной потребностям российской экономики на современном этапе развития;

— в четком разделении финансовой и налоговой отчетности.

Необходимо также разработать и утвердить специализированные формы бухгалтерской отчетности для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Кроме того, защита инвесторов может и должна осуществляться путем развития аудиторских услуг.

**Практическое обеспечение раскрытия информации невозможно без введения административной ответственности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг за уклонение от раскрытия информации, а также предоставление недостоверной, ложной или вводящей в заблуждение информации. Помимо расширения требований к открытию информации, необходимо ужесточать и законодательно определять ответственность за укрытие информации. Но и этого будет недостаточно до тех пор, пока сами менеджеры (собственники) не осознают преимущества открытия информации для привлечения инвестиций.**

#### **8.4. Инфорсмент и проблемы надзора**

Существующая правовая основа для осуществления надзора за сферой корпоративных отношений, рынка ценных бумаг и защиты инвесторов состоит из следующих элементов:

— федеральные законы («О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»);

— указы Президента РФ (Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденная Указом Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408; Концепция

развития рынка ценных бумаг в РФ, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008; Указ «О мерах по защите прав вкладчиков и акционеров» от 18 ноября 1995 г. № 1157 и др.);

— постановления Правительства РФ (Государственная программа защиты прав инвесторов, утвержденное Постановлением Правительства РФ № 785 от 17 июля 1998 г. «О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 — 1999 годы» и др.);

— нормативные акты ФКЦБ России, в числе которых имеются специальные акты по контролю за рынком ценных бумаг и защите прав инвесторов.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» ФКЦБ России наделена следующими правами:

— выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования и контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— квалифицировать ценные бумаги и определять их виды в соответствии с законодательством Российской Федерации;

— устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами;

— принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами или саморегулируемой организации;

— проводить проверки деятельности, назначать и отзывать инспекторов для контроля за деятельностью эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— направлять эмитентам и профессиональным участникам рынка ценных бумаг, а также их саморегулируемым организациям предписания, обязательные для исполнения;

— направлять материалы в правоохранительные органы и обращаться с исками в суд (арбитражный суд) по вопросам, отнесенным к компетенции ФКЦБ России (включая недействительность сделок с ценными бумагами);

— устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения и др.

В соответствии с этими правами ФКЦБ в 1998 г. применяла такие меры воздействия, как выдача предписаний об устранении нарушений законодательства, наложение штрафов, приостановление и аннулирование действия лицензий профессиональных участника рынка ценных бумаг, обращение с исками в суд (о признании недействительным выпуска ценных бумаг, о взимании в доход государства доходов от безлицензионной деятельности, о принудительной ликвидации участника рынка ценных бумаг, о признании недействительной сделки с ценными бумагами), направление материалов в правоохранительные и налоговые органы для проверки.

Необходимость дальнейшего ужесточения инфорсmenta на рынке ценных бумаг со стороны регулирующего органа очевидна. Об этом свидетельствуют в первую очередь количество различных видов нарушений. Так, среди наиболее типичных видов правонарушений, выявленных в 1998 г., можно указать:

— выпуск в обращение ценных бумаг без государственной регистрации;

— деятельность на рынке ценных бумаг лиц без соответствующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;

— отсутствие реестра владельцев размещенных именных ценных бумаг;

— неправомерные отказы во внесение записей о переходе прав собственности или неправомерное внесение таких записей в реестр владельцев именных ценных бумаг специализированными регистраторами;

— осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;



— нарушения установленных процедур корпоративного управления акционерными обществами;

— нарушения установленного порядка раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка ценных бумаг (см. также таблицу 10).

Тем не менее в рамках действующего законодательства существует целый ряд препятствий для проведения эффективно-информационного инфорсмент в интересах инвесторов и акционеров.

Во-первых, одной из типичных проблем инфорсмент в рамках правового поля Закона «О рынке ценных бумаг» является *ограниченность возможностей регулирующего органа*. Дело в том, что основные правонарушения (в частности нарушения прав акционеров) имеют место, когда акции эмитента уже находятся в обращении (см. также предыдущий параграф).

Хотя в соответствии с законодательством ФКЦБ России имеет административные полномочия по принуждению к соблюдению законодательства о ценных бумагах (инфорсмент), для защиты интересов государства и участников рынка ценных бумаг было бы целесообразным наделение ФКЦБ России дополнительными полномочиями по расследованию нарушений, по установлению штрафов, по проведению разбирательств и административных слушаний в отношении нарушителей законодательства о ценных бумагах.

Частично это было реализовано в 1999 г. с принятием Закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ. В частности, среди наиболее важных новых положений следует отметить:

право ФКЦБ проводить публичные слушания по вопросам исполнения и совершенствования законодательства о рынке ценных бумаг (ст. 10);

право ФКЦБ выдавать предписания, в том числе относительно запрета на отдельные виды профессиональной деятельности сроком до 6 месяцев (ст. 11);

право ФКЦБ налагать штрафы (ст. 12) на должностных лиц до 200 МРОТ, на юридических лиц и индивидуальных предпринимателей до 10 000 МРОТ;

право ФКЦБ обращаться в суд с исками и заявлениями (ст. 14) в целях защиты интересов частных инвесторов и государства<sup>80</sup>.

Тем не менее проблема не решена окончательно. Система санкций за нарушения на рынке ценных бумаг должна быть максимально гибкой с точки зрения степени жесткости наказания: наиболее мягкие – штрафы, средние – приостановка лицензий, отказ в регистрации документов, жесткие – меры уголовного характера. Последний блок пока остается за рамками легальных мер воздействия со стороны регулирующих органов.

Во-вторых, существующая нормативно-правовая база, предусматривающая ответственность участников рынка ценных бумаг, пока *фрагментарна* и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. Среди важнейших «белых пятен» необходимо отметить:

— не определены жесткие санкции, которые могут применяться в случае безлицензионной деятельности, выпусков суррогатов ценных бумаг (публичное размещение ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию);

— не созданы пока юридические механизмы для установления, предупреждения и пресечения мошенничества;

— нет четкого регулирования отношений, связанных с инсайдерскими сделками;

— сохраняется проблема предотвращения (пресечения) манипулирования ценами на рынке;

— на начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами.

Успешная борьба с данными нарушениями возможна только при помощи конкретных мер административной и уголовной ответственности с соответствующими изменениями в за-

---

<sup>80</sup> Вместе с тем, необходимость такого специального законодательного акта остается дискуссионной с точки зрения формирования общей структуры правовой базы рынка ценных бумаг (при определенных политических условиях эта проблема могла быть решена через поправки к действующему Закону «О рынке ценных бумаг»). Следует также заметить, что аналогичные поправки должны быть внесены и в Кодекс об административных правонарушениях для придания им «постоянного» характера.

конодательстве. На наш взгляд, реализация комплекса мер, предусмотренных Государственной программой защиты прав инвесторов на 1998-1999 годы, позволит существенно усилить возможности осуществления эффективного инфорсmenta посредством:

- введения административной ответственности в виде штрафов к недобросовестным участникам рынка ценных бумаг;

- введения эффективных гражданско-правовых способов пресечения эмиссии суррогатов ценных бумаг;

- ужесточения уголовной ответственности за преступления, совершаемые против инвесторов;

- введения ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации;

- совершенствования взаимодействия государственных органов исполнительной власти, судебных и правоохранительных органов по вопросам предупреждения и пресечения противоправной деятельности на рынке ценных бумаг.

В частности, в Уголовном кодексе Российской Федерации (в части ответственности за новые виды правонарушений на фондовом рынке) необходимо дополнение перечня видов преступлений в сфере экономической деятельности следующими пунктами: незаконная деятельность на рынке ценных бумаг, уклонение от раскрытия информации на рынке ценных бумаг и незаконный выпуск ценных бумаг.

Кодекс РСФСР об административных правонарушениях также должен быть дополнен по составам административных правонарушений. Так, например, должна быть установлена ответственность за уклонение организации от раскрытия, предоставления или опубликования информации, обязанность по раскрытию, предоставлению или опубликованию которой предусмотрена законодательством Российской Федерации о ценных бумагах, а также раскрытие, предоставление или опубликование информации с нарушением установленных требований, если оно не причинило крупный ущерб.

Изменения в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР должны быть связаны, во-первых, с проблемой дальнейшего

совершенствования механизма наложения ареста на ценные бумаги и обеспечения иска в гражданском процессе, в том числе, гражданского иска в рамках уголовного судопроизводства. Во-вторых, они должны учесть возможность исков о защите неопределенного круга граждан — владельцев ценных бумаг, эффективной формы судебной защиты, стимулирующей инвесторов к самостоятельной защите своих прав.

В Уголовно-процессуальный кодекс РСФСР необходимо внести изменения в целях совершенствования механизма наложения ареста на ценные бумаги и мер по обеспечению гражданского иска в рамках уголовного судопроизводства, а также наложения ареста на ценные бумаги, являющиеся вещественными доказательствами в уголовном процессе.

Порядок наложения ареста на ценные бумаги установлен Постановлением Правительства Российской Федерации от 12 августа 1998 года № 934 «Об утверждении Порядка наложения ареста на ценные бумаги», разработанным в соответствии со статьей 51 Федерального закона от 21 июля 1997 года № 119-ФЗ «Об исполнительном производстве». Норма, содержащаяся в проекте, является отсылочной. Введение такой нормы в Уголовно- процессуальный кодекс РСФСР обеспечит более четкую реализацию механизма наложения ареста на ценные бумаги в документарной и бездокументарной форме при обращении взыскания на имущество должника.

Требуется также принятие новых специальных законов (или, по крайней мере, учет этих проблем в рамках поправок в Закон «Об акционерных обществах»). Так, принятие Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг» необходимо в целях установления ответственности как профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и иных лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах (с получением незаконного дохода) или передавших такую информацию для совершения сделок третьими лицами.

В этом законе должны присутствовать (1) нормы, определяющие круг лиц, располагающих служебной информацией;

(2) нормы, устанавливающие запрет на использование ими такой информации для заключения сделок и передачу ее для совершения сделок третьим лицам; (3) нормы, предоставляющие право федеральному органу исполнительной власти, осуществляющему государственное регулирование рынка ценных бумаг, налагать штрафы в случае совершения определенными в проекте лицами сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации, а также за передачу такой информации для совершения сделок третьим лицам, в том числе на аудиторов эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, заключившего с этим эмитентом договор, служащих государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации в соответствии с законодательством Российской Федерации и иными нормативными актами о государственной службе. Принятие закона может повысить ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц при совершении ими сделок с ценными бумагами, устранить причины недобросовестной конкуренции.

Принятие Закона «Об аффилированных лицах» необходимо для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с участием аффилированных лиц. Понятие аффилированных лиц целесообразно определять посредством выделения ряда взаимосвязей между юридическими и (или) физическими лицами, при наличии которых имеет место отношение аффилированности. Эти взаимосвязи возможно разделить на несколько групп по следующим основаниям: участие в органах управления; участие в капитале; имущественные отношения; родственные отношения; деловые отношения.

Очевидно, что список необходимых изменений можно продолжать, так как необходимы соответствующие изменения и дополнения в законодательство о коллективных инвесторах, о банковской системе, об иностранных инвестициях, о рекламе, в антимонопольные и налоговые законы, во многие подзаконные акты. В значительной степени прогресс в данной сфере будет зависеть от способности к эффективной деятельности в

интересах экономических реформ и политической воли различных ветвей власти.

## **Глава 9. Развитие инфраструктуры рынка и профессиональные участники рынка как объекты государственного регулирования в предкризисный период**

В результате быстрого роста рынка в 1994-1996 гг. потребности эмитентов и инвесторов переросли те возможности, которые предоставляла инфраструктура рынка. Если в 1992-1993 гг. можно было говорить о том, что развитие инфраструктуры опережало развитие рынка в целом, то в 1995-1996 гг. ситуация изменилась на противоположную.

Тем не менее в 1996-1997 гг. в России действовали свыше 5000 инвестиционных институтов — в основном финансовых брокеров и инвестиционных компаний (в терминологии и в правовом поле Постановления № 78 от 28 декабря 1991 г.). В этот период также функционировало около 50 фондовых бирж (фондовых отделов товарных и валютных бирж). В 1995-1996 гг. отмечена активная деятельность участников рынка по созданию и развитию общероссийских (межрегиональных) торговых, депозитарных и расчетно-клиринговых систем.

Федеральный закон №39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» ввел новую классификацию профессиональных участников рынка. Так, в главе 2 указаны семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: брокерская;

дилерская; деятельность по управлению ценными бумагами; деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг); депозитарная деятельность; деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг; деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг. Основные из них рассматриваются ниже по докризисному состоянию 1997-1998 гг.<sup>81</sup> Воздействие кризиса 1997-1998 гг. рассматривается в главе 10.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», *брокерской* деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера («брокер»). *Дилерской* деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам лицом, осуществляющим такую деятельность («дилер»). Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг», начиная с марта 1996 г. функции регулирования брокерской и дилерской деятельности были переданы из Министерства финансов РФ в ФКЦБ. В 1996-1998 гг. ФКЦБ выпустила ряд постановлений, регулирующих вопросы лицензирования брокерской и дилерской деятельности, порядок осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, а также основные принципы ведения внутреннего учета операций с ценными бумагами<sup>82</sup> и требования к размерам соб-

---

<sup>81</sup> Необходимо также отметить, что в целях защиты инвесторов и создания условий равной конкуренции запрещается совмещение некоторых видов деятельности. Согласно ст. 18 закона, осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Другие ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами устанавливаются ФКЦБ. К примеру, в 1998 г. расчетным депозитариям запрещены иные виды деятельности на рынке ценных бумаг. Отдельные лицензии, помимо регистраторов, получают фондовые биржи и инвестиционные фонды.

<sup>82</sup> «Временное положение об учетных регистрах и внутренней отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг», утвержденное Постановлением ФКЦБ № 21 от 26 ноября 1996 г. В ноябре 1996 года Совет



ственного капитала. В частности, дилер в тот период должен был иметь собственный капитал не менее 75 000 ЭКЮ. К концу 1997 г. лицензии ФКЦБ на осуществление брокерской и дилерской деятельности получили 2209 компаний.

По данным за 1996-1997 г., с точки зрения видов деятельности, реально осуществляемых на рынке, объемов торговли, и, соответственно, круга интересов можно выделить четыре группы профессиональных участников.

Во-первых, это крупнейшие московские компании — дилеры и брокеры, которые составляли примерно 10% от общего числа членов НАУФОР и обеспечивали 70% объема торговли в рамках РТС. Они осуществляли преимущественно дилерскую деятельность, а в качестве брокера работали с крупными иностранными клиентами через свои оффшорные компании. Эти компании предлагали широкий спектр услуг (включая консультирование и андеррайтинг).

Во-вторых, московские брокеры и дилеры со средним объемом операций, которые предпочитали не рисковать своими сравнительно ограниченными средствами и формировали собственный портфель, как правило, за счет государственных и высоколиквидных корпоративных ценных бумаг. Брокерскую деятельность эти компании осуществляли, работая по «индивидуальным заказам» двух-трех крупных иностранных клиентов, а также в отношении региональных компаний и физических лиц.

В-третьих, дилеры и брокеры — московские коммерческие банки. Эта группа располагала денежными средствами и активно оперировала на рынке государственных ценных бумаг и векселей. Как правило, банки создавали самостоятельные аффилированные юридические лица, осуществлявшие деятельность в качестве брокеров и дилеров.

Наконец, это региональные дилеры и брокеры. В каждом из крупнейших региональных центров (Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток) выделялись 2-

---

Директоров НАУФОР утвердил в качестве обязательных с 1 января 1997 года для членов Ассоциации “Стандарты внутреннего учета операций с ценными бумагами для брокерско-дилерских компаний - членов НАУФОР”.

3 компании, лидировавшие по объемам торговли и привлеченных средств в масштабах региона. Значительная часть торговли таких компаний приходилась на сделки с крупными московскими дилерами, когда региональные компании перепродавали московским контрагентам «оптовые» пакеты ценных бумаг региональных эмитентов, сформированные в результате операций на местном рынке. Эти компании работали с физическими лицами и были заинтересованы в привлечении иностранных клиентов, однако инфраструктурные проблемы и определенная монополия московских компаний препятствовали этому.

Согласно Государственной программе защиты прав инвесторов (утверждена Постановлением Правительства РФ № 785 от 17 июля 1998 г. «О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 — 1999 годы»), ужесточение государственного регулирования защиты прав инвесторов применительно, в частности, к брокерам и дилерам, должно предполагать усиление требований к лицензированию, создание системы постоянного контроля за их деятельностью, включение в работу по контролю саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В соответствии с Законом « О рынке ценных бумаг», деятельностью по *организации торговли* на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Преобладание внебиржевой торговли являлось типичным. Это и рыночные сделки (в рамках «организованных» электронных торговых систем на «телефонном» рынке), и прямые сделки со значительными пакетами по взаимной договоренности сторон, которые не отражались в торговых и информационных системах. Вместе с тем, можно говорить о некотором возрождении биржевой торговли в предкризисный период: началась торговля корпоративными бумагами на ММВБ, создана и начала операции Московская фондовая биржа.

В 1991 — 1993 гг. при крайне низких объемах рынка фондовые биржи устояли лишь за счет организации в своей струк-

туре аукционов на размещение межбанковских кредитов и депозитов. В 1993-1998 г. основной объем биржевых операций давали государственные ценные бумаги.

В отличие от мировой практики, биржевой рынок ценных бумаг России был представлен значительным количеством фондовых бирж и фондовых отделов в составе валютных и товарных (универсальных) бирж. Так, в 1997 г. в России функционировала 51 биржа. Из них 16 являлись специализированными фондовыми биржами, 35 — фондовыми отделами валютных и товарных (универсальных) бирж. Наибольшее количество бирж и самые высокие обороты торгов ценными бумагами приходились на наиболее развитые регионы с фондовыми и финансовыми рынками: Москва, Санкт-Петербург, Свердловская, Самарская, Новосибирская и др. области.

Низкие обороты биржевой торговли акциями во многом объяснялись особенностями современного этапа развития российского фондового рынка, среди которых ограниченное количество ликвидных акций на фондовом рынке; невысокая активность российских АО в плане выпуска дополнительных акций (вторичных эмиссий); «закрытость» российского фондового рынка, связанная с процессом приватизации и перераспределения собственности на приватизированные предприятия<sup>83</sup>; неразвитость инфраструктуры большинства бирж и их неспособность обеспечить какие-либо преимущества в плане оказания услуг участникам рынка (например, в оперативности заключения сделок, осуществлении расчетов, регистрации и перерегистрации прав собственности на акции); низкая репутация многих бирж в глазах эмитентов и инвесторов по причине торговли на них «некачественными» ценными бумагами.

Важную роль должна играть только еще формирующаяся государственная политика в отношении фондовых бирж. В ян-

---

<sup>83</sup> Акции приобретались, как правило, с целью получения контрольного пакета акций предприятий для установления контроля над ними или для спекуляций на изменении курса ценных бумаг. Для брокеров, осуществляющих скупку акций и стремящихся минимизировать свои расходы, более удобен неорганизованный рынок, позволяющий манипулировать параметрами сделок и не афишировать их. С этой точки зрения более «прозрачный» биржевой рынок может оказаться дороже внебиржевого.

варе-марте 1997 г. ФКЦБ приняла ряд документов (правил), в соответствии с которыми начался процесс лицензирования бирж. В частности, к 1 октября 1997 г. предполагалось заменить лицензии, выданные ранее Минфином РФ, на лицензии ФКЦБ. При этом были введены более жесткие требования для претендентов, включая увеличение минимума собственного капитала до 2 млн. ЭКЮ (против 600 000 ЭКЮ ранее). Лицензии в тот период получили следующие фондовые биржи: Московская фондовая биржа (совместный проект ФКЦБ и правительства г.Москвы), «Санкт-Петербург», Саратовская, Екатеринбургская, Южноуральская, Сибирская и Владивостокская фондовые биржи.

Российская торговая система (РТС), созданная в 1995 г., стала самой крупной и наиболее активно используемой в России системой электронной внебиржевой торговли ценными бумагами. До кризиса 1998 г. партнерство объединяло около 400 членов из 30 регионов России.

В мае 1998 г. в РТС котировались 107 акций, в том числе 64 обыкновенных и 43 привилегированных. Для листинга акций в РТС были установлены, в частности, следующие условия: существование АО не менее 3 лет, наличие свыше 1000 акционеров (причем «заинтересованные лица» в терминах Закона «Об акционерных обществах» не должны владеть более чем 60% обыкновенных голосующих акций), капитализация или размер собственного капитала компании не менее 10 млн. ЭКЮ, ведение реестра АО по законодательству, соблюдение правил раскрытия информации, наличие интереса участников торговли и возможностей свободного обращения данной бумаги. Минимальный объем продаж ценных бумаг эмитента в среднем за месяц по итогам каждого календарного полугодия должен быть не менее 40 000 ЭКЮ.

На фоне общего подъема рынка в 1996-1997 гг. возрос интерес инвесторов к более дешевым, но менее ликвидным акциями второго эшелона, что привело к увеличению числа обращающихся в РТС ценных бумаг и созданию РТС-2. В мае 1998 г. в этой системе котировались 244 ценные бумаги, а дневной оборот на рубеже 1997-1998 гг. составлял около 3-

4 млн. долларов. Для листинга акций в РТС-2 были установлены, в частности, следующие условия: существование АО не менее 2 лет, наличие свыше 500 акционеров, размер собственного капитала компании не менее 6 млн. ЭКЮ, ведение реестра АО по законодательству и др. Минимальный объем продаж ценных бумаг эмитента в среднем за месяц по итогам каждого календарного полугодия должен быть не менее 20 000 ЭКЮ.

По бумагам, включенным в оба Котировальных листа (первого и второго уровня), маркет-мейкеры в торговой системе должны были постоянно поддерживать не менее двух котировок. В мае 1998 г. в списке маркет-мейкеров РТС состояли 57 компаний. Наиболее активно торговались в РТС акции 15-20 blue chips — высоко ликвидных ценных бумаг, которые включены в список маркет-мейкеров. Торговля была высоко концентрированной, как по бумагам, так и по участникам торгов.

РТС стала первой торговой системой, получившей лицензию ФКЦБ России в марте 1997 г. Также лицензии организаторов торговли были выданы Московской межбанковской, Санкт-Петербургской и Сибирской межбанковской валютным биржам.

Электронные торги акциями в рамках ММВБ начались в марте 1997 г. с получением ММВБ соответствующей лицензии ФКЦБ. С 25 марта в этой системе торговались акции 3 эмитетов (с требованиями по листингу и маркет-мейкерами), к концу 1997 г. этот список расширился до 27 акций, из которых 18 были акциями без жестких требований. Если в марте объем дневных торгов составлял около 200 тыс. долларов, то к концу 1997 г. он достигал 20 млн. долларов. В России существуют и другие — менее известные — системы.

Финансовый кризис 1998 года выявил и обострил проблемы развития данной отрасли. В перспективе для учета потребностей различных групп инвесторов необходимо развивать в России торговые системы различных видов: аукционные торговые системы для обслуживания мелких инвесторов и мелких сделок; дилерские торговые системы — для обслуживания

крупных сделок. Вместе с развитием торговых систем следует решить проблему снижения рисков инвесторов, возникающих в торговых системах. Решению этой проблемы может помочь осуществление следующих мер: повышение информационной прозрачности рынка; повышение ликвидности; создание системы надзора за участниками рынка со стороны организаторов торговли; создание страховых и гарантийных фондов в рамках торговых систем; организация системы раскрытия информации о совершаемых сделках.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», *депозитарной деятельностью* признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарием может быть только юридическое лицо. В обязанности депозитария также входят регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами; ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету; передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарная деятельность подлежит регулированию, а также лицензированию ФКЦБ (или органом, получившим генеральную лицензию ФКЦБ). Более детально вопросы депозитарной деятельности (применительно к эмиссионным ценным бумагам) регулируются в специальных актах ФКЦБ

Постановлением ФКЦБ от 16 октября 1997 г. №36 утверждено «Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации». Этот документ в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» определяет условия и требования к осуществлению депозитарной деятельности в Российской Федерации, регламентирует общие правила ведения депозитарного учета, а также определяет порядок государственного регулирования и надзора за депозитарной деятельностью.

По некоторым оценкам, в России к 1998 г. функционировало около 500 различных организаций, выполняющих те или иные депозитарные функции. С октября 1997 г. для депозитариев (небанковских организаций) предусмотрена единая лицензия на общую депозитарную деятельность. По состоянию на май 1998 г. продолжали действовать 197 прежних лицензий ФКЦБ (до 1 июня 1998 г.) и было выдано 20 лицензий нового образца (в порядке обмена).

Некоторую специфику этой деятельности уточнило постановление ФКЦБ № 3 от 20.01.98 «Об утверждении совместного с Центральным Банком Российской Федерации положения об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию» (также утверждено ЦБ РФ от 22.01.98 № 16-П).

По этому документу, профессиональный участник рынка ценных бумаг, который совмещает на основании соответствующей лицензии депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг и/или клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг с брокерской или дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг, или с деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами, с 1 июня 1998 года не может выполнять операции расчетного депозитария, клирингового центра, расчетного центра (для кредитных организаций). Другими словами, с этого момента установлена следующая неформальная классификация депозитарной деятельности:

— «обыкновенный» депозитарий (клиентский, кастоди, который вправе выполнять все профильные операции и совмещать их с другими видами деятельности-брокерско-дилерской и доверительным управлением);

— «расчетный» депозитарий, который по договору с какой-либо торговой площадкой выполняет только депозитарные и клиринговые функции (только централизованный клиринг) без права совмещения с другими видами деятельности.

Важно учитывать тот факт, что инфраструктура российского рынка пока носит промежуточный характер, а каждый из ее

сегментов имеет специфические особенности, связанные с общими проблемами переходной экономики. Применительно к депозитариям это означает, что:

- подавляющее большинство российских депозитариев являются специализированными отделами коммерческих банков;

- основную часть клиентуры депозитариев составляют юридические лица;

- подавляющее большинство депозитариев по условиям депозитарного договора не открывают клиенту денежного счета и не ведут никаких денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами по поручению клиента;

- исполнение корпоративных действий по ценным бумагам клиентов практически неразвито в силу неотработанности механизма их исполнения и негативного отношения многих эмитентов к работе с посредниками своих акционеров;

- российские депозитарии не осуществляют кредитования клиентов ценными бумагами в качестве отдельно обозначенной дополнительной услуги;

- расчеты по сделкам с ценными бумагами не соответствуют международным стандартам (оторванность денежных расчетов от поставки ценных бумаг не гарантирует поставку против платежа и не позволяет контролировать все этапы расчетов по сделкам);

- отсутствуют единые стандарты ведения депозитарной деятельности (в частности, учета депозитарных операций, отчетности депозитариев перед регулирующими органами, информационного взаимодействия и документооборота);

- отсутствует программа страхования, которая позволила бы депозитарию и его клиентам чувствовать себя уверенными в том, что в случае потери активов, убыток будет компенсирован за счет страхового возмещения;

- исполнение корпоративных действий эмитента не соответствует международным стандартам (речь идет, прежде все-



го, о выплате доходов или о реализации преимущественного права приобретения акций новых эмиссий)<sup>84</sup>;

— отсутствует центральная расчетно-клиринговая организация (наличие организации, проводящей взаимозачет требований и определение нетто-позиций по деньгам и ценным бумагам по результатам сделок, позволит ускорить и стандартизировать процесс расчетов);

— несоответствует международным стандартам бухгалтерского учета (GAAP);

— отсутствует система внутреннего контроля, управления рисками и надзора.

В силу этого иностранные инвесторы и их кастодианы предпочитают иметь дело с российскими отделениями или представительствами крупных транснациональных банков-кастодианов в России, которые работают по международным стандартам депозитарной деятельности.

Одним из возможных решений проблемы депозитарного обслуживания инвесторов в России является создание центрального депозитария, который наряду с опорой на международный опыт учел бы российскую специфику. В частности, Указом Президента РФ № 1034 от 16.09.97 «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации» предусматривается создание национальной депозитарной системы.

В соответствии с этим указом<sup>85</sup> принято Постановление Правительства РФ № 741 от 10 июля 1998 г. «О мерах по созданию национальной депозитарной системы». Основной целью создаваемого согласно этому документу Центрального депозитария («Центральный депозитарий — Центральный

---

<sup>84</sup> На международных рынках существует четкий регламент оповещения и сроков исполнения корпоративных действий. Так, в США дивиденды по акциям выплачиваются строго на второй день после даты их начисления. В российских условиях для депозитарной организации представляется затруднительным даже своевременное и полное получение от эмитента интересующей инвестора информации, не говоря уже о корректном исполнении корпоративных действий.

<sup>85</sup> А также с учетом положений Указа Президента Российской Федерации от 3 июля 1995 г. N 662 «О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации»

фонд хранения и обработки информации фондового рынка») является обеспечение прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации. Центральный депозитарий и национальная депозитарная система должны выполнять следующие основные функции:

— обеспечивать сохранность информации о правах инвесторов на ценные бумаги и таким образом — обеспечивать защиту прав собственности;

— обеспечивать эффективные расчеты по сделкам с ценными бумагами;

— уменьшать кредитные риски при расчетах по ценным бумагам и денежным средствам, что подразумевает поставку против платежа.

Предполагается также, что национальная депозитарная система обеспечит снижение затрат; ускорение расчетов; широкий круг участников системы; как можно большее число ценных бумаг, по которым могут вестись расчеты; доступ для удаленных пользователей, что подразумевает открытую региональную политику. При этом одной из важнейших задач при создании Центрального депозитария и национальной депозитарной системы является их интеграция в международные системы, осуществляющие расчеты и клиринг по ценным бумагам.

При этом, несмотря на различия в терминах, фундаментальная задача любой депозитарной организации (собственно депозитария или кастоди, хранителя или попечителя, обыкновенного или расчетного, централизованного или специализированного депозитария) одна — снижение рисков и защита интересов инвестора, эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг.

По Закону «О рынке ценных бумаг», собственно *клиринговая деятельность* — это деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

В самом конце 1997 г. Постановлением ФКЦБ от 30 декабря 1997 г. № 44 было утверждено «Временное положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Российской Федерации». Этот документ устанавливает требования к осуществлению клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг, а также определяет порядок государственного регулирования и надзора за клиринговой деятельностью на рынке ценных бумаг. Существенно, что он распространяется на все организации, осуществляющие клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг в РФ, включая рынок государственных ценных бумаг. Вместе с тем, пока не выдано ни одной лицензии ФКЦБ на осуществление именно клиринговой деятельности. Для этого необходимо принятие специального Положения о лицензировании соответствующей деятельности.

Несмотря на некоторый прогресс, клиринговая и расчетная система остается основной неразрешенной проблемой в области инфраструктуры рынка ценных бумаг. Принятие какого-либо решения затрудняется некоторыми налоговыми требованиями и правилами, регулирующими совершение операций с иностранной валютой, что заставляет лиц, осуществляющих торговые операции, производить расчеты оффшорно.

Первые независимые *реестродержатели* возникли еще в середине 1993 г. К концу 1996 г. их насчитывалось более 600, из которых приблизительно 30 являлись крупными, т.е. обслуживали более 15 акционерных обществ-клиентов или более 100 тыс. акционеров. В 1997 г. в среднем на один российский регион приходилось 2-3 лицензированных регистратора, в Москве — 35 регистраторов, в С. — Петербурге — около 10. Средний российский регистратор в 1997 г. имел на обслуживании 15-30 эмитентов или около 150-250 тысяч зарегистрированных в реестре лиц.

Указ Президента России № 1769 «О мерах по обеспечению прав акционеров» от 27 октября 1993 г. стал первым законодательным актом, официально разъяснявшим понятие независимого реестродержателя. Этим указом было введено положение об обязательной — для всех АО с числом акционеров более 1000 — передаче ведения реестра акционеров независимому

регистратору. Независимым регистратором мог быть «банк, любой инвестиционный институт (кроме инвестиционных консультантов), депозитарий или специализированный регистратор»<sup>86</sup>. Реестродержатель был определен как организация, осуществляющая независимое ведение реестра акционеров одного или нескольких АО.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг», деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных владельцам ценных бумаг. Вести реестр владельцев ценных бумаг имеют право только юридические лица. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются держателями реестра (регистраторами). Юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами эмитента, зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра на основании лицензии ФКЦБ. На основе нового законодательства в 1996-1998 гг. контроль за деятельностью профессиональных реестродержателей заметно усилился, поощряя при этом появление специализированных регистраторов.

В Указе Президента № 1210 от 18 августа 1996 г., было установлено, что к 1 января 1997 года все эмитенты, у которых

---

<sup>86</sup> Так как в России деятельность последних двух упомянутых институтов до 1996 г. не лицензировалась и к ним не предъявлялись требования по величине минимального размера уставного капитала. Практически любая компания могла выступать в качестве реестродержателя, называя себя депозитарием или специализированным регистратором.

более 500 акционеров, должны закончить передачу реестров специализированным регистраторам, а все специализированные регистраторы должны получить лицензии ФКЦБ. Начав в марте 1996 года выдачу лицензий регистраторам, ФКЦБ к марту 1997 года сформировала институт лицензированных регистраторов, насчитывающий свыше 180 организаций. К концу 1997 г. их насчитывалось 201. Около 90% из них вели свыше 100 тыс. счетов 10 или более эмитентов. По состоянию на апрель 1998 г. было выдано в общей сложности 239 лицензий (с 19 марта 1996 г.), из которых действовали 186. Надо также отметить, что документы большинства из указанных регистраторов перед тем, как ФКЦБ выдала им лицензии, были предварительно проверены профессиональной организацией, объединяющей большую часть специализированных регистраторов — ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев). В итоге, по оценкам, в 1996-1998 гг. специфический российский риск — «риск регистратора» — заметно уменьшился.

## Глава 10. Финансовый кризис, участники рынка ценных бумаг и среднесрочные перспективы

В ходе финансового кризиса 1998 года на рынке ценных бумаг произошли события, значительно уменьшившие привлекательность российских акций для иностранных и внутренних инвесторов. Безусловно, столь значительное падение курсов акций с осени 1997 по осень 1998 г. (рис. 1) было связано с *целым рядом факторов*, в том числе имеющих институциональный характер<sup>87</sup>:

(1) В связи с финансовым кризисом резко возросла опасность общеэкономической рецессии с соответствующим падением прибыльности российских компаний и ухудшением их финансового положения. В свою очередь, обвал на российском рынке акций обусловил дальнейшее снижение возможностей российских предприятий по привлечению финансирования.

(2) Дефолт по государственным долговым бумагам, расцениваемый внутренними и внешними инвесторами как правовой нигилизм, серьезно подорвал доверие к ценным бумагам российских эмитентов.

Следует заметить, что ситуация на рынке внутреннего государственного долга зеркальным образом отражалась на рынке акций российских эмитентов. Как показывает рисунок 1, имела

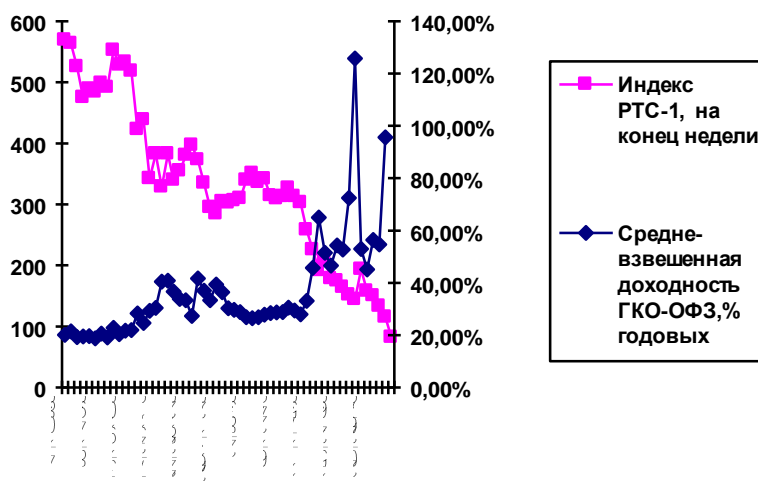
---

<sup>87</sup> Подробный анализ собственно конъюнктуры рынка и развертывания финансового кризиса см. в: ИЭППП, 1998.

место очевидная противоположная динамика доходности ГКО и колебаний российского фондового рынка. При этом рынок корпоративных ценных бумаг в 1995-1998 гг. как по объемам, так и по динамике находился в зависимом положении от ситуации на рынке госдолга.

*Рис. 1.*

**Индекс РТС-1 и средневзвешенная доходность ГКО-ОФЗ в 1997-1998 гг.**



Крах «пирамиды» ГКО стал тем не менее и крахом российского рынка акций, но уже по причине глобального падения национального инвестиционного имиджа России после дефолта по внутреннему госдолгу. Опосредованно на состоянии рынка акций сказывалась и нерешительность Правительства РФ и Центрального банка РФ в отношении девальвации рубля: инвесторы «закладывали» риск девальвации в цену государственных бумаг, что через рост их доходности вело к дальнейшему падению рынка акций.

(3) Приход к руководству страны левого правительства увеличил, с точки зрения инвесторов, гипотетическую возможность национализации многих крупных российских ком-

паний и пересмотра результатов части приватизационных продаж. Соответствующие процедуры не могут быть осуществлены без ущерба для интересов акционеров. В этом смысле наиболее показательным является резкая активизация общего оттока портфельных инвесторов с рынка корпоративных ценных бумаг после известных решений по РАО «ЕЭС России» в мае 1998 г.

(4) При правительстве Е.М. Примакова резко возросла опасность принудительного банкротства (в том числе как вариант национализации) некоторых крупных российских эмитентов в связи с их задолженностью по налогам в федеральный бюджет. При таких банкротствах акционеры потеряют все.

(5) Резкое падение ликвидности акций эмитентов первого эшелона и полная неликвидность акций эмитентов второго и третьего эшелонов российского фондового рынка «заморозили» средства инвесторов, что привело к падению спроса на рынке.

(6) Банковский кризис, связанный не только с потерями на финансовых рынках, но и с самим фактом ликвидации основного источника получения доходов – рынка ГКО-ОФЗ, привел к обострению кризиса неплатежей, который напрямую коснулся и участников рынка ценных бумаг.

По сути средства внутренних инвесторов оказались парализованы, тогда как внешние инвесторы стремительно уходили с рынка. Тяжелое финансовое положение практически всех российских брокерских компаний и кризис коммерческих банков вызвали паралич системы расчетов по сделкам с акциями и соответствующему росту системного риска.

(7) Многие номинальные держатели, через которых были инвестированы средства иностранных инвесторов, контролировались брокерскими компаниями и коммерческими банками, попавшими в тяжелое финансовое положение. Инвесторы были крайне обеспокоены возможными манипуляциями с этими номинальными держателями.

(8) Связанное с финансовым кризисом увеличение шансов коммунистических и экстремистских партий на победу в предстоящих парламентских и президентских выборах привели к



переоценке инвесторами вероятности формирования рыночной экономики в России.

(9) Вывезенные из России капиталы, которые начали возвращаться в Россию через оффшорные структуры, переориентировались на другие объекты вложения средств.

*Антикризисные действия* регулятора рынка корпоративных ценных бумаг — Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) оказались малоэффективными в ситуации, когда кризис корпоративного сегмента рынка в значительной степени был предопределен динамикой общих макроэкономических показателей. В определенной степени это связано и с законодательно ограниченным набором инструментов воздействия ФКЦБ на деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг.

По сути, вся антикризисная политика ФКЦБ в 1998 г. сводилась к следующим основным направлениям:

- регулирование и приостановка торгов на торговых площадках;
- ограничения в проведении срочных сделок на рынке;
- усиление контроля за финансовым состоянием профессиональных участников рынка (группа-20 и др.)<sup>88</sup>;
- снижение требований к размеру собственного капитала профессиональных участников рынка;
- принятие конкретных антикризисных мер в отношении коллективных инвесторов;
- упрощение процедуры эмиссии корпоративных облигаций;
- осуществление показательных оперативных действий по защите прав акционеров в конкретных компаниях (НК «Юкос», НК «Сиданко», НК «Сибнефть», ОАО «Красный котельщик», ХК «Дальморепродукт», АО «Носта»);

---

<sup>88</sup> Так называемая «группа-20» создана в мае 1998 г. из ведущих компаний-операторов рынка, контролировавших порядка 50% рынка, которые должны в оперативном порядке передавать информацию о своем финансовом состоянии в ФКЦБ. Дополнительное ужесточение контроля связано с развитием финансового кризиса и предотвращением неплатежей на рынке.

— изменения в нормативно-правовой базе, прежде всего в области корпоративного управления (требования к стандартам эмиссии, прозрачности, отчетности и др.).

В итоге вызванные кризисом падение курсов акций российских компаний и уменьшение их ликвидности прямо повлияли на *инвестиционные перспективы*:

— у российских компаний нет возможности привлекать средства в России и за рубежом за счет эмиссии новых акций;

— у государства нет возможности осуществить продажу пакетов акций крупных российских компаний финансовым инвесторам;

— рыночные оценки российских компаний значительно упали, что негативно сказалось на возможности их владельцев выгодно продать стратегические пакеты акций иностранным инвесторам;

— фонды прямых инвестиций, которые, по оценкам, еще в августе 1998 г. намеревались вложить в акции российских эмитентов порядка 1 млрд. долл., временно утратили интерес к вложению средств в российские проекты, поскольку реализация прибыли таких вложений через выпуск акций на рынке или через продажу акций стратегическим инвесторам в будущем при низких курсах становится нереальной.

В то же время крайне низкий уровень рыночных цен создает определенные предпосылки для долгосрочных вложений. Более того, опыт 1998 г. показывает, что, несмотря на кризисную ситуацию на рынке, некоторым компаниям удавалось получить кредиты под расширение производства и реструктуризацию, что позитивно сказывалось и на состоянии рынков акций таких компаний (ОАО «Балтика», ОАО «Вымпелком»). В первую очередь это касалось новых корпораций («start-up companies»), изначально обладающих современной технологией, организацией управления, высокопрофессиональным менеджментом, высоким уровнем прозрачности и лояльностью по отношению к инвесторам (акционерам).

Некоторым компаниям (преимущественно связь и нефть) в январе-апреле 1998 г. удалось также осуществить выпуски

ADR, однако обострение кризисных явлений в мае остановило этот процесс.

Гипотетически возможно и усиление интереса инвесторов к тем предприятиям ряда отечественных импортозамещающих отраслей, которые смогут воспользоваться новой ситуацией после девальвации рубля. Если ранее интерес инвесторов к основным российским эмитентам (преимущественно «сырьевым») снижался адекватно снижению мировых цен на сырьевые товары, то после девальвации рубля в августе 1998 г. возможно определенное восстановление рынка за счет притока инвестиционных ресурсов в те российские компании, которые работают на внутреннем рынке и будут способны быстро нарастить выпуск продукции, воспользовавшись резким падением реального курса рубля и соответствующим снижением конкурентоспособности импортных товаров. Эта перспектива зависит также от уровня предстоящей инфляции. При этом речь может идти только о прямых инвестициях.

Хотя в 1998 г. отмечено резкое увеличение количества зарегистрированных новых выпусков корпоративных ценных бумаг (19 941 выпуск, в том числе 19 848 выпусков акций и 93 выпуска облигаций, 2 617 отказов в регистрации выпуска), переоценивать эти данные нельзя<sup>89</sup>.

Большинство эмиссий акций представляли собой так называемые «технические» эмиссии и не были направлены на привлечение дополнительных инвестиций. Преимущественно это были операции по увеличению номинальной стоимости акций или распределение дополнительных акций среди акционеров за счет увеличения стоимости собственных активов АО (переоценка основных фондов, в результате которой не происходит привлечения инвестиций, а акции распределяются бесплатно и пропорционально между всеми акционерами), операции консолидации или дробления акций. Так, например, среди 73 выпусков акций, зарегистрированных центральным аппаратом ФКЦБ, 51 выпуск (или 69,9%) связан с конвертацией (уве-

---

<sup>89</sup> Данные ФКЦБ России.

личением номинала) и распределением среди акционеров, только 3 размещены по открытой и 5 — по закрытой подписке.

Не получила в 1998 г. заметного подтверждения тенденция усиления интереса эмитентов к эмиссии облигаций. С момента начала государственной регистрации до 1 января 1998 г. ФКЦБ и ее региональными отделениями был зарегистрирован 41 выпуск. В 1998 г. — 93 выпуска, осуществленных преимущественно крупнейшими эмитентами. При этом большинство выпусков составили облигации так называемых телефонных займов в рамках президентской программы «Российский народный телефон» (т.е. предусматривающие установку телефона). Иными словами, подавляющая часть выпущенных дополнительно облигаций предусматривала получение не денежного, а иного имущественного эквивалента. Среди других облигационных выпусков преобладали конвертируемые облигации. Среди 36 выпусков, зарегистрированных центральным аппаратом ФКЦБ, 33 размещены по закрытой подписке.

Важнейшим фактором роста числа новых выпусков стала активизация *перераспределения прав собственности* в 1998 г. с использованием инструментария новых эмиссий акций в ущерб «чужим» или мелким акционерам. В силу имеющихся недостатков российского корпоративного и приватизационного законодательства часто этот, по сути неправомерный, прием осуществлялся в легальных формах.

Показательно также, что осенью 1998 г. общий объем перерегистрации сделок с акциями в меньшую сторону практически не изменился, но при этом резко сократилось число профессиональных участников рынка и значительно увеличилась доля внебиржевых сделок. Это означает, видимо, что произошло существенное увеличение числа сделок с крупными пакетами акций в рамках посткризисного перераспределения собственности.

В 1998 г. в условиях финансового кризиса этот процесс перераспределения собственности приобрел также новые формы: взаимозачеты, секьюритизация долгов, продажа или передача пакетов акций после банкротства банков и распада финансово-промышленных групп, в ходе реорганизации или банкротства

АО, через попытки аннулирования первичных выпусков ценных бумаг и др. В этих условиях стали более заметными и успешными попытки региональных элит взять под контроль основные предприятия своего региона. На федеральном уровне реанимируются идеи собственности трудовых коллективов и крупных государственных холдингов как основной структурной единицы российской экономики. Эта тенденция сохранится и в 1999 г., что может усилить нестабильность прав собственности и потребует ужесточения политики защиты интересов инвесторов (акционеров).

Распространенными в 1998-1999 гг. стали также нарушения прав акционеров, связанные с проведением *реорганизации* акционерных обществ. Прежде всего это попытки вытеснения отдельных акционеров в новые компании с неблагоприятным финансовым состоянием. Для предотвращения таких нарушений принята в 1998 г. ФКЦБ редакция Стандартов эмиссии акций и облигаций и их проспектов при реорганизации коммерческих организаций включает требование, что все акционеры должны получать акции (доли участия) во всех коммерческих организациях, создаваемых при реорганизации АО, пропорционально количеству принадлежащих им акций в реорганизуемых АО.

Существует также целый ряд других проблем, характерных для 1998 -1999 гг. и прямо связанных с нарушениями прав акционеров (инвесторов):

— конфликты интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (игнорирование приоритетного интереса клиента по отношению к собственным интересам, незаконное использование средств клиентов);

— попытки аннулирования выпусков ценных бумаг региональными властями;

— несоблюдение требований прозрачности эмитентами и профессиональными участниками, что также сказывалось на правах акционеров (инвесторов);

— нарушения со стороны регистраторов (отсутствие необходимой информации об эмитентах и полной информации в передаточных распоряжениях, нарушение сроков проведения

операций в реестре, превышение сумм оплаты услуг). Возникли также ситуации (типичные при наличии корпоративных конфликтов в АО), когда ведение реестра осуществлялось двумя регистраторами<sup>90</sup>;

— нарушения со стороны депозитариев (операции по счетам депо клиентов без соответствующих поручений, возможности несанкционированного доступа и утраты баз данных и др.).

Резкая активизация деятельности по обеспечению прав инвесторов (включая инфраструктурные меры) необходима в условиях текущего финансового кризиса как фактор восстановления инвестиционной привлекательности страны. Очевидно, что полный эффект может быть достигнут только в комплексе с другими антикризисными мерами и урегулированием с инвесторами долговых проблем.

Финансовый кризис 1998 г. стал серьезным испытанием для *профессиональных участников рынка ценных бумаг*. Участники рынка, имевшие средства в государственных ценных бумагах, понесли значительные потери, что сказалось на их профессиональной деятельности.

Если до 1 июля 1998 г. отмечается рост числа профессиональных участников (брокерская и дилерская деятельность, доверительное управление ценными бумагами) и увеличение их капитала, то с августа ситуация резко изменилась. Так, на 1 января 1998 г. действовали (с лицензией) 1561 участник рынка ценных бумаг, на 1 июля 1998 г. — 1947, на 31 декабря 1998 г. — 1698<sup>91</sup>. Последовавшее вслед за ростом сокращение

---

<sup>90</sup> К примеру, при проверках в 1998 г. ОАО ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь» выявлен факт ведения 2 реестров - самим эмитентом и регистратором по поручению совета директоров. Два регистратора осуществляли ведение реестра именных ценных бумаг ОАО «Качканарский горно-обогатительный комбинат «Ванадий». При проверке регистратора ЗАО «РК-Реестр» выявлено грубое нарушение прав одного из акционеров - ОАО «Московский завод «Сапфир». С его лицевого счета акции были списаны без надлежащего оформления передаточного распоряжения.

<sup>91</sup> Совместили брокерскую и дилерскую деятельность соответственно 1102, 1207 и 1110 профессиональных участников рынка. Кредитные организации получили в 1998 г. 938 лицензий Банка России на осуществление профессиональной

числа участников как с аннулированием лицензий в качестве санкции за непредоставление отчетности, так и добровольными отказами, с подачей соответствующих документов, от продолжения профессиональной деятельности.

Существенно, что наибольший спад приходится на долю чисто брокерских услуг. Тенденция к сокращению числа профессиональных участников (по оценкам до 50%) сохранится и в 1999 г. Вероятно также полное исчезновение этих видов профессиональной деятельности в ряде регионов (в наименьшей степени — Москва, Санкт-Петербург и Екатеринбург), что связано с завершением эпохи рынка, работающего по принципу «пылесоса»: региональные мелкие брокеры скупали акции для московских, которые перепродавали их нерезидентам.

Значительные изменения произошли и в области организации торговли на рынке ценных бумаг. На конец 1998 года лицензию имели 14 организаторов торговли, из них — 3 в г. Москве и 2 — в г. Санкт-Петербурге. В целом резкое падение курсов и объемов торгов на рынке стало общим негативным фактором, вызвавшим кризис отрасли.

Одновременно в 1998 г. с особой остротой проявился также кризис дилерского рынка для иностранных инвесторов в рамках НП «Российская торговая система», тогда как «классические» биржи — в первую очередь НП «Московская фондовая биржа» и ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» — оказались в условиях кризиса более жизнеспособными.

Как уже отмечалось в главе 9, формирование сети независимых специализированных регистраторов было завершено еще в 1997 году. По состоянию на 1 января 1998 года на территории Российской Федерации действовал 201 регистратор. В 1998 г. ФКЦБ России было выдано лишь 3 новых и аннулировано 28 лицензий на ведение реестров владельцев именных ценных бумаг. В условиях финансового кризиса 1998 г. продолжался процесс укрупнения специализированных регистраторов — как за счет увеличения количества обслуживаемых

---

деятельности на рынке ценных бумаг (в соответствии с генеральной лицензией ФКЦБ).

регистратором эмитентов и роста размера собственных средств, так и за счет объединения (присоединения) регистраторов, ликвидации мелких некокурентоспособных держателей реестра. К концу 1998 г. в отрасли насчитывалось 126 лицензированных регистраторов.

В 1998 г. было также проведено лицензирование основной массы депозитариев — выдано 116 лицензий на осуществление депозитарной деятельности (в т.ч. заменены лицензии у 66 компаний). Вместе с тем, в условиях финансового кризиса и нестабильной системы прав собственности особое значение приобретает задача создания национальной депозитарной системы, включая центральный депозитарий.

Коллективные инвестиционные институты различных типов, добровольно или в соответствии с требованиями законодательства державшие часть средств в государственных ценных бумагах, после дефолта 17 августа оказались на грани коллапса. По состоянию на 31 декабря 1998 года зарегистрировано 33 (21 — открытых, 12 — интервальных) паевых инвестиционных фондов и 27 управляющих компаний (по числу лицензий). На этапе первичного размещения находились 3 фонда, в процессе добровольной ликвидации — 2. Суммарная стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на 31 декабря 1998 г. составляла 554 млн. руб. Кризис отрасли, по очевидным причинам, прямо связан с обвалом российского фондового рынка.

Что касается так называемых общих фондов банковского управления (ОФБУ), которые активно учреждались коммерческими банками в первой половине 1998 г. в качестве альтернативы ПИФ, то их несостоятельность связана и с кризисом модели универсального банка в России, проявившимся в августе 1998 г.

Ожидается также дальнейшее уменьшение общего количества инвестиционных фондов, включая инвестиционные фонды приватизации, в результате их трансформации в акционерные общества. Намерены продолжить свою деятельность в качестве инвестиционных фондов менее 20 фондов (из



100 функционирующих). Несколько чековых инвестиционных фондов подали заявления на преобразование в ПИФ.

В целом во второй половине 1998 г. сложилась в каком-то смысле парадоксальная ситуация: хотя в 1996 — первой половине 1998 гг. отмечен определенный прогресс в области регулирования рынка, становления его инфраструктуры, защиты инвесторов, финансовый кризис 1998 г. фактически уничтожил рынок и подвел черту под целым этапом его развития. Фактически, на качественно новом уровне воспроизведено противоречие начала 90-х гг., т.е. первого этапа становления рынка: при близких к нулю показателях активности рынка во второй половине 1998 г. — созданная за последние годы в России относительно развитая институциональная база рынка.

Глубина финансового кризиса 1998 г. позволяет говорить о неизбежной длительности периода новой адаптации рынка к изменившимся экономическим условиям и об отсутствии по крайней мере краткосрочных перспектив для нового роста активности. Последнее же в нынешней ситуации является неотъемлемым условием дальнейшего реального прогресса в институциональном плане. Если ранее быстрый рост рынка создавал все новые стимулы для развития его инфраструктуры, то в настоящее время, видимо, следует говорить одновременно и о затяжном кризисе элементов инфраструктуры рынка.

В *среднесрочном плане* для рынка ценных бумаг будут, видимо, характерны следующие основные тенденции:

— слабый и колеблющийся рынок акций по крайней мере в течение 1,5-2 лет (в силу как предвыборных политических, так и экономических факторов, в первую очередь ожидаемой высокой инфляции, отсутствия гарантий выполнения доходной части бюджета, долговых проблем России и корпораций, дальнейшего падения капитализации сырьевых корпораций на фоне падения цен на экспортные товары);

— сокращение количества, укрупнение (слияние) и обострение конкуренции профессиональных участников рынка ценных бумаг;

— посткризисный передел собственности в финансовых группах и корпорациях, который (в сочетании с низкими ценами

на слабом рынке акций) обусловит массовые злоупотребления и нарушения прав акционеров;

— низкая вероятность усиления интереса иностранных инвесторов к российскому рынку, как в силу сохраняющихся внутренних налоговых проблем и неопределенности в отношении реструктуризации банковской системы, так и в связи с возможным обострением кризиса мировой валютно-финансовой системы;

— появление нетипичных для российского рынка инструментов, связанных с попытками предприятий реального сектора найти альтернативные источники финансирования (корпоративные облигации, складские расписки, закладные бумаги);

— развитие новых форм коллективного инвестирования (закрытые паевые инвестиционные фонды в сфере недвижимости и др.);

— активизация деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов (акционеров).

## Заключение

Итогом приватизации в странах, которые использовали массовую или инсайдеровскую модели, стала в большинстве случаев значительная дисперсия собственности. При этом инсайдерская модель могла быть реализована и официально, и спонтанно в ходе массовой модели. Чем выше степень вовлеченности инсайдеров в приватизацию, тем выше и первоначальная дисперсия и аморфность собственности. Вместе с тем, на наш взгляд, в России пока отсутствуют признаки явной связи между имеющейся постприватизационной структурой собственности и формирующейся в стране правовой моделью корпоративного управления. Более того, имеются примеры явного противоречия между структурой собственности *de facto* и заимствованными в странах с развитым законодательством правовыми концепциями корпоративного управления.

По всей видимости, это является следствием другого противоречия: с одной стороны, доминирование идеологии «концентрированной собственности» как средства эффективного корпоративного управления и, с другой стороны, объективно расплывчатая и аморфная собственность на первом постприватизационном этапе. Даже в тех странах, где по итогам массовой приватизации сложилась концентрированная собственность, ее эффект подрывается пока:

- жесткими и нерегулируемыми (в праве) конфликтами интересов;
- «абсентеизмом» даже многих крупных аутсайдеров в отношении долгосрочного управления корпорацией;
- сопротивлением менеджеров, представляющих, как правило, всех инсайдеров;

— слабыми правовыми нормами защиты прав аутсайдеров (и крупных, и мелких). Возможно, что игнорирование интересов мелких акционеров в большинстве стран есть следствие идеологии концентрированной собственности.

Пока нет оснований говорить о прямой связи между высококонцентрированной собственностью и эффективностью корпоративного управления. Это означает, что «с первой попытки» в большинстве стран с переходной экономикой поиск «реальных ответственных собственников» не удался.

Прямым следствием интенсивной борьбы за контроль является и затяжной характер формирования четкой модели корпоративного контроля. К примеру, в России можно выделить следующие ключевые признаки сложившейся сегодня «промежуточной» структуры владения акциями:

— длительное сохранение паритета между внешними и внутренними инвесторами;

— совмещение менеджерами ролей акционера и управляющего, внешнего (через свои компании, фонды и др.) и внутреннего (администрация) акционера;

— среди внешних инвесторов поддержание паритета между банками, с одной стороны, и небанковскими финансовыми институтами и иными юридическими лицами, с другой;

— медленное (взаимокомпенсируемое) сокращение участия в акционерном капитале работников предприятий и рост мелких внешних инвесторов.

Формирование такой модели означает, помимо других особенностей, и длительное воспроизводство условий для конфликта интересов и нарушений прав акционеров, и, следовательно, необходимость интенсивной и централизованной государственной политики.

Проведившиеся нами исследования возможностей и взаимоотношений внутренних и внешних акционеров в рамках россий-

---

<sup>92</sup> Точнее было бы сказать, что это даже не идеология в строгом смысле (т.е. воплощаемая в правовых концепциях, постоянной политике государства), а в большей степени «благое пожелание» и наивное стремление переложить вопросы эффективности на спонтанный процесс концентрации.

<sup>93</sup> Подробно этот вопрос анализируется в: Radygin, 1996b.

ских корпораций дают основания для гипотезы о становлении в России смешанной модели корпоративного управления и контроля.

С одной стороны, структура акционерного капитала имеет тяготение не столько к дисперсной англо-американской модели (где контроль за менеджерами основан на ликвидности и прозрачности рынка), сколько к континентальной европейской модели с четким мажоритарным контролем капитала (в силу выявленного процесса концентрации акционерного капитала). С другой стороны, в настоящее время (особенно после августа 1998 г.) нет оснований утверждать, что российские банки в состоянии эффективно выполнять функции корпоративного контроля (и стратегического владения акциями), свойственные коммерческим банкам в континентальной Европе. Это связано как с корпоративной политикой менеджеров предприятий, так и с отсутствием связи «стратегический держатель акций (траста, залога) – источник финансирования» применительно к банкам.

Отсюда следует и вывод о том, что формирующаяся модель пока заметно не влияет на эффективность приватизированных предприятий. Хотя большая часть пакетов акций сконцентрирована у относительно крупных институциональных держателей, она не предназначена на данном этапе для долгосрочного управления и контроля над предприятием, и, следовательно, не является стимулом для долгосрочных инвестиций, связанных с реконструкцией и развитием предприятий. В этом контексте проблемы развития рынка корпоративных ценных бумаг и инвестиционных институтов (прежде всего механизма трансформации рынка преимущественно крупных пакетов в рынок, рассчитанный на множественную инвестиционную базу) приобретают особое значение как предмет государственного регулирования.

Сохраняющаяся на многих предприятиях доминирующая роль менеджеров обуславливает наличие следующих ограничений для развития эффективной модели корпоративного управления:

– конфликты менеджеров (акционеров) и внешних акционеров (инвесторов) могут негативно повлиять на правомерность принятых в АО решений или блокировать принятие последних;

– нестабильная структура собственности негативно сказывается на финансово-экономическом положении предприятий (ибо все «стороны» стремятся к извлечению краткосрочных доходов);

– нет четких гарантий использования полученных эмитентом средств от инвесторов в интересах долгосрочного развития предприятия (эти средства могут быть использованы на скупку собственных акций эмитента, просто переведены на счета других компаний и лиц в России и за рубежом в качестве «золотых парашютов» для менеджеров и др.);

– незаинтересованность в раскрытии информации об АО отталкивает иностранных инвесторов (а для раскрытия информации по международным стандартам необходим переход на международные стандарты бухгалтерского учета).

Несмотря на описанные выше ограничения, ситуация не является, на наш взгляд, бесперспективной. По мере постепенной стабилизации структуры прав собственности в российских корпорациях все больше эмитентов сможет предложить надежный (в данном случае в смысле наличия «твердого ядра» собственников) «товар», который будет оцениваться уже только по стандартным макроэкономическим и финансовым параметрам.

Помимо объективной потребности в инвестициях, важным фактором является постепенное осознание менеджерами того факта, что инвестиции могут быть получены только в двух случаях:

– при стабильной репутации компании (сюда входят финансовые показатели, прозрачность, отношение к акционерам и кредиторам и т.д.);

— при подкреплении имущественными гарантиями недостаточной репутации компании. Для менеджеров это ведет, в частности, к осознанию неизбежного обмена «власти (собственности)» на «инвестиции».

Еще один важный вывод, который вытекает из проведенного исследования, состоит в том, что *Россия не стала каким-либо*

*уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики. Все наиболее характерные тенденции становления модели корпоративного контроля и управления так или иначе характерны и для России.*

При этом Россия, на наш взгляд, при всех имеющихся проблемах находится среди первопроходцев, и — на фоне многих других стран с переходной экономикой — продвижение России в этой сфере значительно.

Применительно к дальнейшим задачам государственного регулирования в институциональной сфере вышесказанное означает очень «простую» на первый взгляд вещь: для дальнейшего прогресса не существует ни «особых препятствий», ни «особых рецептов». С большинством из известных проблем сталкиваются все страны с переходной экономикой. Как основные проблемы, так и инструментарий их разрешения хорошо известны в мировой практике. Необходимо «лишь» осознание следующих необходимых условий (предпосылок):

— понимание особой роли государства в переходной экономике (как «созидательного разрушителя»);

— понимание длительности этого процесса, сопоставимого со всем переходным периодом;

— необходимость политической воли для создания и исполнения эффективного законодательства и «фильтрации» узкогрупповых интересов любого типа (политических, популистских, криминальных и др.);

— наконец, необходимость не радикальных вмешательств, но ежедневной регулятивной деятельности государства в лице единого органа, способного осуществлять жесткую, централизованную политику.

В подавляющем большинстве стран приватизация не способствовала притоку на предприятия сколько-нибудь значительных инвестиций (в том числе иностранных). Это означает усиление нагрузки на формируемую модель корпоративного управления, однако в законодательстве многих стран пока отсутствуют необходимые механизмы (проблемы дополнительных эмиссий, проблема прозрачности, проблемы защиты разных категорий акционеров и др.)

В настоящее время ни в одной из стран не работают «внешние» механизмы корпоративного управления (контроль финансового рынка и поглощения, банкротства). Такая ситуация особенно характерна не только для стран с концентрированной собственностью, но и для тех стран, в которых сложилась аморфная (непрозрачная) структура собственности. Это означает, что активный контроль акционеров (голосование) должен стать доминирующей формой контроля (по отношению к пассивному контролю через продажу акций). Это также создает особую нагрузку для «внешних» законодательных и «внутренних» (советы директоров) механизмов корпоративного контроля.

Собственно вопросы правового регулирования процедурных норм функционирования АО и инфраструктуры рынка ценных бумаг также приобретают исключительное значение в контексте проблем перераспределения собственности. Прогресс в преодолении многих из этих проблем в большой мере зависит от объемов и интенсивности государственного регулирования рынка.

Некоторые конкретные рекомендации по различным институциональным аспектам регулирования финансового рынка (инфраструктура, раскрытие информации, инфорсмент) уже представлены выше. Ниже мы рассмотрим тот минимальный набор общих мер, при реализации которых можно говорить о формировании в России модели корпоративного управления, ориентированной на защиту прав инвесторов (акционеров).

Согласно Государственной программе защиты прав инвесторов (утверждена Постановлением Правительства РФ № 785 от 17 июля 1998 г. «О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 — 1999 годы»), защита прав инвесторов является приоритетом социально-экономической политики Российской Федерации.

Защита прав инвесторов должна основываться на решении следующих основных задач: совершенствование законодательства РФ; совершенствование исполнения законодательства РФ; создание компенсационных схем защиты прав инвесторов и развитие страхования; совершенствование системы раскрытия информации; развитие инфраструктуры финансового и фондо-



вого рынков; оптимизация налогообложения инвестиций. В связи с развитием институтов коллективных инвестиций отдельного решения требуют вопросы защиты прав инвесторов, участвующих в схемах коллективного инвестирования.

В целом защита инвесторов должна обеспечиваться путем создания четкой и системной правовой базы финансового и фондового рынков России. При этом защита инвесторов в ходе совершенствования законодательства должна пониматься как разработка специальных норм, устанавливающих надежные средства защиты прав инвесторов и регулирующих вопросы восстановления этих прав в случае их нарушения. Комплексный законодательный подход к защите прав инвесторов предусматривает:

- наделение регуляторов рынка четкими полномочиями по применению санкций к нарушителям законодательства (административные полномочия, например, штрафы, и административные процедуры), предъявлению исков и участию в судебных процессах;

- четкое определение в законодательстве оснований для частных исков инвесторов и установление эффективных механизмов защиты — групповых исков, косвенных исков, стимулирующих инвесторов к самостоятельной защите своих прав;

- внесение изменений в уголовное законодательство в части установления четких составов преступлений на финансовом и фондовом рынках;

- внесение дополнений в уголовно-процессуальное законодательство о запрете накладывать арест на денежные средства и ценные бумаги на предъявителя, находящиеся у добросовестного приобретателя, а также уточнение норм уголовно — процессуального законодательства, касающихся места и сроков хранения денег и ценных бумаг на предъявителя, являющихся вещественными доказательствами по уголовным делам;

- установление более четких правил в законодательстве об инвестиционной деятельности требует внесения изменений в Закон РСФСР «Об иностранных инвестициях».

Одним из основных направлений совершенствования исполнения законодательства о защите прав инвесторов следует при-

знать усиление правоприменительных полномочий регуляторов рынка, а также развитие иных эффективных правовых форм защиты прав инвесторов.

Для стимулирования инвестиций в российскую экономику необходимо устранить двойное налогообложение доходов инвесторов инвестиционных фондов; упростить систему расчета подоходного налога с физических лиц, получающих доходы на рынке ценных бумаг; урегулировать проблемы налогообложения в тех случаях, когда речь идет о компенсациях лицам, пострадавшим от неправомерных действий на финансовом и фондовом рынках.

Решение проблемы защиты инвесторов путем страхования и создания компенсационных схем требует разработки программы страхования рисков инвесторов на рынке ценных бумаг, а также подготовку необходимых законов и иных нормативных правовых актов.

Требуется как совершенствование уже имеющейся нормативно-правовой базы, так и разработка новых актов, в том числе федеральных законов о внесении изменений и дополнений в законы «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «Об иностранных инвестициях», «О бухгалтерском учете», в Уголовный кодекс Российской Федерации в части ответственности за новые виды правонарушений на фондовом рынке, в Кодекс РСФСР об административных правонарушениях, в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР, в Уголовно-процессуальный кодекс РСФСР, новых законов «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг», «Об аффилированных лицах», «Об инвестиционных фондах», «О реорганизации коммерческих организаций», «О страховых и гарантийных фондах на рынке ценных бумаг», изменения в налоговом законодательстве.

За последние два года в этом направлении достигнуты определенные результаты, прежде всего в области законодательства. В то же время для привлечения инвестиций в российскую экономику защита прав инвесторов должна быть поднята на новый уровень.

Во-первых, резкая активизация (по сути, демонстрация) деятельности по обеспечению прав инвесторов (включая инфраструктурные меры) необходима в условиях текущего финансового кризиса как фактор восстановления инвестиционной привлекательности страны. Очевидно, что полный эффект может быть достигнут только в комплексе с другими антикризисными мерами и урегулированием с инвесторами долговых проблем.

В первую очередь речь идет об использовании существующего инструментария регулирования деятельности участников рынка в интересах инвесторов, однако необходимо ужесточение контроля и исполнения законодательства. Эта задача является по сути *антикризисной и носит краткосрочный характер*.

Во-вторых, вне зависимости от текущей конъюнктуры существует значительная потребность в систематизации законодательной базы и методов регулирования (защиты инвесторов). Хотя, выше отмечалось, что в 1996-1998 гг. в области права и регулирования участников рынка достигнут определенный прогресс, сохраняются такие фундаментальные проблемы, как определенная фрагментарность законодательства; противоречие между имеющимися задачами государственного регулирования и полномочиями государства по их реализации; практика исполнения существующего законодательства. Эта задача является *среднесрочной*, хотя бы в силу масштаба и затрат.

В-третьих, инициатива стран «большой семерки» по реформированию мировой финансовой системы (реформирование финансовой и бухгалтерской отчетности, прозрачность в отношении инвестиционных рисков, снятие ограничений для движения капиталов и др.) может дать импульс для соответствующих преобразований национальных рынков. Если в перспективе указанные требования к развивающимся рынкам станут реальным критерием предоставления «антикризисной» финансовой помощи из специальных фондов МВФ, соответствующие преобразования приобретают макроэкономическое и социально-политическое значение для России. Вместе с тем, это *долгосрочная задача* с учетом неоднозначного восприятия на нацио-

нальном уровне всего комплекса возможных требований (причем во всех странах с развивающимися рынками).

С учетом вышесказанного целесообразно ориентироваться на два стратегических этапа реализации институциональных преобразований в рассматриваемой области. *Первый этап*, на наш взгляд, должен базироваться на:

— активизация и ужесточение государственного регулирования (централизация регулирующих и контрольных функций, законодательное расширение полномочий регулятивных органов);

— доминирование государственных форм защиты инвесторов (внесение комплекса поправок и принятие новых законодательных актов, система санкций и ответственности, систематический контроль, жесткий инфорсмент).

Речь не идет о прямом и постоянном вмешательстве государства: итогом должно быть формирование целостной и гибкой *системы контроля*, которая состоит из следующих компонентов:

— система регулятивных органов с четко описанными полномочиями и обязанностями, критериями взаимоотношений с участниками рынка, прозрачной иерархией взаимоотношений между собой;

— детальное описание стандартов деятельности участников, прав инвесторов, соответственно типов нарушений;

— диверсифицированная система применяемых санкций, где меры ответственности варьируются от наиболее мягких до самых жестких;

— система обеспечения информационной прозрачности в интересах инвесторов, которую следует понимать двояко: как часть безусловных и детальных стандартов деятельности участников рынка и как разъясняющее дополнение к системе санкций.

Следует заметить также, что текущий финансовый кризис создает максимально благоприятные условия для ужесточения государственного регулирования: если на этапе подъема рынка многоплановые издержки такого вмешательства могли бы быть заметны и достаточно негативны (по крайней мере в виде крат-

косрочного эффекта), то при почти нулевой активности участников рынка в условиях кризиса это не станет весомым дестабилизирующим фактором, но позволит провести необходимые изменения с минимальными потерями.

Кроме того, речь идет в определенном смысле о подготовительных мерах. Начало *второго этапа* можно связывать с посткризисным подъемом рынка. В институциональном плане его основой должна стать сформированная на первом этапе и описанная выше система контроля, однако необходимы следующие модификации:

- постепенная либерализация системы государственного регулирования в пользу саморегулируемых организаций участников рынка (при сохранении базовых контрольных функций за регулятивными органами — передача СРО ряда функций по лицензированию, выработке стандартов деятельности, контролю);

- усиление роли негосударственных форм защиты интересов инвесторов (страховые и гарантийные фонды, третейские суды на основе норм корпоративной и профессиональной этики и др.).

## Литература

Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью. Сборник зарубежного законодательства. Отв. ред. В.А. Туманов. М., БЕК, 1995.

Афанасьев М., П. Кузнецов, А. Фоминых (1997): Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994-1996 гг.). — В: Вопросы экономики, № 5, с. 84-101.

Батлер У.Э., М.Е. Гаши-Батлер (1997): «Корпорации и ценные бумаги по праву России и США». М., Зерцало.

Блэк Б., Р. Крэкман, А. Тарасова (1997): «Комментарий федерального закона об акционерных обществах». Рукопись части 1.

Богатых Е. (1996): «Гражданское и торговое право. От древнего римского к современному российскому». М.: ИНФРА-М.

Браверман А., В. Люкманов, Д. Иванов (1995): «Корпоративный капитал: структура и динамика». — В: Рынок ценных бумаг. № 12, с. 14-18.

Васильев А.»История Востока», Т.1 Москва 1998.

Васильев Е.А., ред. (1993): «Гражданское и торговое право капиталистических государств». М.: Международные отношения.

Всероссийское совещание «О состоянии и перспективах развития акционерных обществ в Российской Федерации». Москва, 10 февраля 1998 г.

Глушецкий А. (1997): «Общество (товарищество) с ограниченной ответственностью: подводные камни». — В: Экономика и жизнь, № 19, май, с. 30.

Госкомстат РФ (1997): Российский статистический ежегодник: Стат. сб. Госкомстат России. М., 1997.

Госкомстат РФ (1999): «Социально-экономическое положение России. 1998 год.» М.

Грэй Ч.В., Р. Дж. Хэнсон (1994): «Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран». — В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.

Жамен С., Л. Лакур (1993): «Торговое право». М.: Международные отношения.

ИНИОР (1994): Анализ и прогноз состояния рынка ценных бумаг. М.: Институт исследования организованных рынков.

ИЭППП / ИЕТ (1998): Российская экономика в январе-сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы. М.

ИЭППП / ИЕТ (1998): Экономика переходного периода. М.

Камстра М. (1998): Макроэкономические факторы интеграции компаний. — В: Эксперт, 1998, № 46, 16 ноября, с. 24.

Кашанина Т.В. (1995): «Хозяйственные товарищества и общества: правовое регулирование внутрифирменной деятельности». М.: ИНФРА-М.

Клепач А., П. Кузнецов, П. Крючкова (1996): «Корпоративное управление в России в 1995-1996 гг.» — В: Вопросы экономики, № 12, с. 73-87.

Кобринская Л. (1997): «Эмиссионная деятельность акционерных обществ». — В: Журнал для акционеров, № 11, с. 13-15.

Комментарии к Гражданскому кодексу. Ростов-на-Дону, «Феникс», 1995.

Комментарий части первой Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. М., Фонд «Правовая культура», 1995.

Кулагин М.И. (1992): «Предпринимательство и право: опыт Запада». М.: Дело.

Леонтьевский центр (1996): «Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности». Москва, Санкт-Петербург, Международный центр социально-экономических исследований «Леонтьевский центр».

Ляпина С. (1998): Слияния и поглощения — признак развитой рыночной экономики. — В: Рынок ценных бумаг, 1998, № 8, с. 17-20.

Мейер К. (1996): «Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода». — В: Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. М., с. 23-57.

Миркин Я.М. (1995): «Ценные бумаги и фондовый рынок». М., Перспектива.

МИРПЭ (1996): «Схемы, поясняющие Федеральный закон «Об акционерных обществах». М.: Международный институт развития правовой экономики.

Мовсесян А.Г. (1997): Интеграция промышленного и банковского капитала: современные мировые тенденции и проблемы развития в России. М., Финансы и статистика, 1997.

Приватизация государственных и муниципальных предприятий в России: Сб. документов. В 4-х выпусках. М., Республика, Нива России, 1993-1994.

Радыгин А. (1994): «Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее». М.: Республика.

Радыгин А., В. Гутник, Г. Мальгинов (1995): Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? — В: Вопросы экономики. №10, с. 47-69.



Рубцов Б.Б. (1996): «Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования». М., ИНФРА-М.

Симонети М. (1996): «Проблемы регулирования фондовых рынков в странах с переходной экономикой в послеприватизационный период». СЕЕРН.

Собрание законодательства РФ.

Становление рыночной экономики в странах Восточной Европы / Пер. с англ. Общ. ред. и предисловие Н.А. Макашевой. — М.: Российский государственный гуманитарный университет, 1994.

Стиглиц Дж. (1989): «Кредитные рынки и контроль над капиталом». — В: Мировая экономика и международные отношения. №6, с. 41-53.

Тихомиров М.Ю., ред. (1998): Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах». М.

«Федеральный закон «Об акционерных обществах». Практический комментарий к применению. М.: Центр деловой информации, 1996.

ФКЦБ (1995): «Проблемы развития рынка ценных бумаг в России.» Доклад Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. М., июль 1995.

ФКЦБ (1996-1999): Постановления и распоряжения.

ФКЦБ (1996а): «Владение акциями компаний и корпоративное управление в Российской Федерации». Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Май 1996.

ФКЦБ (1996b): «Проблемы развития коллективных инвесторов в России». Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М., август 1996.

ФКЦБ (1997): «Развитие рынка ценных бумаг в России.» Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М.

ФКЦБ (1999): «О деятельности Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг». М.: ФКЦБ.

Хорошев С. (1998): Реформа собственности. — В: Журнал для акционеров, 1998, № 2, с. 44-46.

Чарльзворт Дж. (1958): «Основы законодательства о компаниях». М.

Шерман Х.Д., Б.А. Бэбкок, Дж. Мазулло (1994): «Три модели корпоративных отношений». — В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.2.

Шмелева Н., А. Радыгин (1993): Приватизация и финансовая система в России: проблемы взаимодействия. — В: Вопросы экономики, №9, с. 67-73.

Aghion Ph., J. Tirole (1996): Real and Formal Authority in Organizations. — In: Journal of Political Economy, 105, pp. 1-29.

Alchian A.A., Demsetz H. (1972): Production, information costs, and economic organization. — In: American Economic Review, 1972, Vol. 62, №6, pp. 777-795.

Arrow K. (1990): Interview. — «Economics and Sociology. Redefining Their Boundaries: Conversations with Economists» Ed. by R. Swedberg, Princeton University Press 1990.

Arrow K.J. (1974): The limits of organization. New York, Norton, 1974.

Aukutsionek S., R. Kapeliushnikov, V. Zhukov (1998): Dominant shareholders and performance of industrial enterprises. — In: The Russian Economic Barometer, 1998, №1, pp. 8-41.

Bagnoli M., Lipman B.. Successful Takeovers Without Exclusion. — Review of Financial Studies. vol. 1 (1988), pp. 89-110.

Barberis N., Boycko M., Shieifer A., Tsukanova N. How Does Privatisation Work? Evidence from the Russian Shops: — Journal of Political Economy. Vol. 104 (1996), pp. 764-790.

Berle A.A., G.C. Means (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.

Black B.S., A.S. Tarassova (1996): RF Federal Law On Joint Stock Companies (Translation from Russian)

Black B.S., R. Kraakman (1996): «A Self-Enforcing Model of Corporate Law». Harvard Law Review 109: 1911-1981.

Black B.S., R. Kraakman, J. Hay (1996): «Corporate Law from Scratch». In: R. Frydman, Ch.W. Gray, A. Rapaczynski eds., Corporate Governance in Central Europe and Russia, vol. 2: Insiders and the State 245-302. Central European University Press.

Black F. (1986): Noise. — <<Journal of Finance>> Vol. 41, pp. 529-543.

Blasi J., M. Kroumova, D. Kruse (1997): «Kremlin capitalism: the privatization of the Russian economy.» Cornell University Press-Ithaca.

Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years. Oxford, 1992.

Boardman A.E., A.R. Vining (1989): Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of the Performance of Private, Mixed and State-Owned Enterprises. — Journal of Law and Economics. Vol. 32, pp. 1-33.

Bohm A., ed. (1997): «Economic Transition Report 1996». — Ljubljana: CEEP.N.

Boyko M., Shleifer A., Vishny R. (1995): Privatizing Russia. — Cambridge MA: The MIT Press.

Calvo G., Frankel J. (1991): Credit Markets, Credibility and Economic Transformation. — Journal of Economic Perspectives. Vol. 5, pp. 139-148.

CEEP.N (1996): Seventh Annual Conference on Economic Transition. December 6-7, 1996, Dubrovnic, Croatia. Country Reports.

Charkham J. (1994): «Keeping Good Company». Oxford, Clarendon Press.

Claessens S., Djankov S. (1997): «Politicians and Firms: Evidence From Seven Central and Eastern European Countries». The World Bank Washington 1997.

Clague C., Keefer P., Knack S., Olson M. (1997): Institutions and Economic Performance: Property Rights and Contract Enforcement. — Institutions and Economic Development. Growth and Governance in Less-Developed and Post — Socialist Countries. Ed. by C. Clague. The John Hopkins University Press 1997

Clark R.C. (1986): «Corporate Law». Boston, Little, Brown & Co.

Coase R.H. (1960): The problem of social costs. — In: Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, №1, pp. 1-44.

Coffee J.C. (1988): «Shareholders Versus Managers». Oxford University Press.

Coffee J.C. (1994): Investment Privatization Funds: The Czech Experience. «Corporate Governance in Central Europe and Russia». — A Joint Conference of the World Bank and Central European University Privatization Project. — Washington. 15-16 December.

Coffee J.C. (1996): «Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience». — In: Roman Frydman, Cheryl W. Gray and Andrzej Rapaczynski, eds., Corporate Governance in Central Europe and Russia, Central European Press: Budapest, Vol. 1, pp. 111-186.

Cogut B. (1994): Direct Investments and Corporate Governance in Transition Economies.»Corporate Governance in Central Europe and Russia». — A Joint Conference of the World Bank and Central European University Privatization Project. — Washington. 15-16 December.

Comparative analysis of the key features of the Czechoslovak, Polish and Russian mass privatisation processes. OECD Advisory Group on Privatization. — Fifth Pl. Session doc. — 1994. — Paris, March 2-4.

Crain, A. Zaardkoohi (1978): A Test of the Property Rights Theory of the Firm: Water Utilities in the United States. — *Journal of Law and Economics*. Vol. 21, pp. 395-408.

Davies D. (1981): Property Rights and Economic Behavior in Private and Government Enterprises: The Case of Australia's Banking System. — *Research in Law and Economics*. Vol. 3. Ed. by R. Zerbe JAI 1981, pp. 111-142.

Davies D. (1977): Property Rights and Economic Efficiency: The Australian Airlines Revisited. — <<*Journal of Law and Economics*>> Vol. 20, pp. 223-226.

De Alessi L. (1977): Ownership and Peak — Load Pricing in the Electric Power Industry. — <<*Quarterly Review of Economics and Business*>> Vol. 17, pp. 7-26.

De Melo M., Denizer C., Gelb A. (1997): From Plan to Market: Patterns of Transition. — *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*. Ed. by M. Blejer, M. Skreb. Cambridge University Press 1997, pp. 17-72.

Demsetz H., K. Lehn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences». *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.

Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. (1997): Credible Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. — <<*The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies*>> Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, pp. 20-42.

Earl J., S. Estrin (1995): Employee Ownership in Transition. — Stanford University: CISAC.

Earl J., S. Estrin, L. Leshchenko (1995): The Effects of Ownership on Behavior: Is Privatization Working in Russia? The World Bank workshop «Are Russian Enterprises Restructuring?» April 11-12.

Earl J., S. Estrin (1997): «Privatization versus Competition: Changing Enterprise Relations in Russia». London Business School and Central European University 1997.

EBRD (1998): EBRD Transition Report 1998.

EEEI (1993): «Privatization. A Bibliography»/ Eastern European Enterprise Institute. Orono: University of Main, 1993.

Fama E. (1970): Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. — *Journal of Finance*. Vol. 25 (1970), pp. 383-417.

Fama E. (1991): Efficient Capital Markets II. — *Journal of Finance*. Vol. 46 (1991), pp. 1575-1617.

Frydman R., A. Rapaczynski, J. Earl (1993): *Privatization in the Transition to a Market Economy*. — London: Pinter Publishers.

Frydman R., Ch.W. Gray, A. Rapaczynski, eds. (1996): «Corporate Governance in Central Europe and Russia». Vol. 1: Banks, Funds and Foreign Investors. Vol. 2: Insiders and the State. Budapest, London and New York: Central European University Press.

Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. (1997): «Private Ownership and Corporate Governance: Some Lessons from Transition Economies» Research Report № 97-28 New York University 1997.

Funkhouser R., McAvoy P. (1979): A Sample of Observations on Comparative Prices in Public and Private Enterprises. — *Journal of Public Economics*. Vol. 11 (1979), pp. 353-368.

Grossman S., Hart O. (1980): Takeover Bids, the Free — Rider Problem, and the Theory of Corporation. — *Bell Journal of Economics*. Vol. 11 (1980), pp. 42-64.

Grossman S., Hart O. (1988): One Share — One Vote and the Market for Corporate Control. — *Journal for Financial Economics*. Vol. 20 (1988), pp. 175-202.

Grossman S.J., O.D. Hart (1982): Corporate financial structure and managerial incentives. — In: *The Economics of Information and*

Uncertainty. Ed. J.J. McCall. Chicago, University of Chicago Press, 1982, pp. 123-155.

Grossman S.J., O.D. Hart (1986): «The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration». *Journal of Political Economy*, 1986, Vol. 94, pp. 691-719.

Handley K., Murrell O., Ryterman R. (1998): *Law, Relationships and Private Enforcement: Transactional Strategies of Russian Enterprises*, mimeo, 1998.

Hart O. (1995): «Firms, Contracts, and Financial Structure» Clarendon Press. Oxford. 1995

Hart O., Moore J. (1988): *Incomplete Contracts and Renegotiation*. — *Econometrica*. Vol. 56 (1988), pp. 755-786.

Hart O., Moore J. (1990): *Property Rights and the Nature of Firm*. — *Journal of Political Economy*. Vol. 98 (1990), pp. 1119-1158.

Hart O.D. (1995): *Corporate governance: some theory and implications*. — In: *The Economic Journal*, 1995, Vol. 105, №430, May, pp. 678-689.

Healey P., Palepu K., Ruback R. (1990): «Does Corporate Governance Improve After Mergers?» NBER Working Paper №3348 (1990).

Hicks J. (1986): «A Theory of Economic History». Oxford University Press. 1986

Hirschman A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organisations and States*.» Cambridge: Harvard University Press.

Hirshleifer D., Titman S. *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids* — *Journal of Political Economy*. Vol. 98, pp. 295-324

Holmstron, B. Nalebuff (1992): *To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free — Rider Problem*. — *Journal of Economic Management Strategy* ! Vol. 1

Hubbard G., Palia D. (1995) Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms. — *Rand Journal of Economics* ! Vol. 26, pp. 782-792

IET (1992-1999): Annual reports on russian economy. Trends and prospects. Moscow: Institute for the Economy in Transition.

IET (1997-1999): Monthly reports on russian economy. Trends and prospects. Moscow: Institute for the Economy in Transition.

IET-IRIS (1995): «Secondary Markets for Corporate Control». The Final Report. Moscow: Institute for the Economy in Transition: July 1995.

Klein (1996): Why (Hold — Ups) Occur: Self — Enforcing Range of Contractual Relationships. — *Economic Inquiry* ! Vol. 34, pp. 444-463

Knack S., Keefer P. (1995): Institutions and Economic Performance: Cross — Country Tests Using Alternative Institutional Measures. — *Economics and Politics* ! Vol. 7, pp. 207-227

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (1997): «Law and Finance». HIID, Development Discussion Paper №576.

Lastovicka R., A. Marcincin, M. Mejstrik (1994): Privatization and the capital markets in the Czech and Slovak Republics. Prague: IES, CERGE, EU. Working Papers Series. №54.

Leblang (1994): «Property Rights, Democracy and Economic Growth» T. Jefferson Program in Public Policy Working Paper №27 College of William and Mary

Lin J.Y., J.B. Nugent (1995): «Institutions and economic development». — In: *Handbook of Development Economics*, 1995, Vol. III, ch. 38, p. 2301-2370.

McAndrews J., Wasilyev G. (1995): «Simulations of Failure in a Payment System». Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper



McConnel J., Muscarella C. (1986): Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. — *Journal of Financial Economics*. Vol. 14, pp. 399-422

Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988): Management Ownership and Market Valuation: on Empirical Analysis. — *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 293-315

Morgan D. (1977): Investor — Owned vs. Publicly Owned Water Agencies: An Evaluation of the Property Rights Theory of the Firm. — *Water Resources Bulletin*. Vol. 13, pp. 775-781

North D. (1978): Structure and performance: the Task of Economic history. — In: *Journal of Economic Literature*, 1978, Vol. 16, September, pp. 963-978

North D. (1981): «Structure and Change in Economic History» W.W. Norton

North D. (1993): Institutions and Credible Commitment. — <<*Journal of Institutional and Theoretical Economics*>> Vol. 149, pp. 11-23

North D., R. Thomas (1973): «The Rise of the Western World». Cambridge University Press

Palmer J., J. Quinn, R. Resendes A. (1983): Case Study of Public Enterprise: Grey Coach Lines, Ltd. — «Crown Corporations in Canada» Ed. by R. Prichard. Butterworths, pp. 369-446

Pashigian P. (1976): Consequences and Causes of Public Ownership of Urban Transit Facilities. — *Journal of Political Economy*. Vol. 84, pp. 1239-1260.

Peltzman S. (1971): Pricing in Public and Private Enterprises: Electric Utilities in the United States. — *Journal of Law and Economics*. Vol. 14, pp. 109-147

Phelps E., R. Frydman, A. Rapaczynski, A. Shleifer (1993): Needed mechanisms for Corporate Governance and Finance in Eastern Europe. — In: *Economics of Transition*. Vol 1, P.171-207.

Pistor K. (1993): Privatization and Corporate Governance in Russia — an Empirical Study. Workshop on Russian Economic Reform. — Stanford University. — CISAC. 22-23 November.

Pistor K., R. Frydman and A. Rapaczynski (1994): «Investing in Insider-Dominated Firms. A Study of Russian Voucher Privatization Funds». «Corporate Governance in Central Europe and Russia», A Joint Conference of the World Bank and Central European University Privatization Project, Washington, 15-16 December

Pistor K., Turkewitz J. (1994): Coping with Hydra-State Ownership after Privatization. Comparative Study of Hungary, Russia, and the Czech Republic. «Corporate Governance in Central Europe and Russia». — A Joint Conference of the World Bank and Central European University Privatization Project. — Washington, 15-16 December.

Porter M.(1987): From Competitive Advantage to Corporate Strategy. — Harvard Business Review. May — June 1987, pp. 43-59

Prentice D., P. Holland (1993): «Contemporary Issues in Corporate Governance». Oxford, Clarendon Press.

Radygin A. (1992): «Spontaneous privatization: motivations, forms and stages». — In: Studies on Soviet Economic Development. Birmingham, Vol.3, №5, pp. 341-347

Radygin A. (1995a): «The Russian Model of Mass Privatization: Governmental Policy and First Results». — In: Privatization, Conversion, and Enterprise Reform in Russia. With a forew. by Kenneth Arrow. Boulder, San Francisco, Oxford: Westview Press, 1995, pp. 3-18

Radygin A. (1995b): «Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets». London: CRCE-The Jarvis Print Group

Radygin A. (1996): «Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia». Paris, OECD.

Radygin A. (1997): «Corporate Governance Through the Banks: The Experience of Russia.» OECD AGP 11th Plenary Session, Rome, 18-19 September 1997, Room Doc. DAFF/PRIV/AGP/11/1.

Radygin A. (1998): Corporate Securities Market Development in Russia. — In: Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD, 1998, ch. 9, pp. 161-188.

Scully G., D. Slottje (1991): Ranking Economic Liberty Across Countries. — Public Choice. Vol. 69, pp. 121-152

Shleifer A., R.W. Vishny (1995): «A Survey on Corporate Governance». Discussion paper 1741, Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, October.

Shleifer A., R. Vishny (1986): Large Shareholders and Corporate Control. — Journal of Political Economy. Vol. 94, pp. 461-488

Stiglitz J.E. (1994): Whither socialism? The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1994.

Stulz R. (1988): Managerial Control of Voting Rights. — Journal of Financial Economics. Vol. 20, pp. 25-59

TACIS (1998): Financial Industrial Groups. November.

Teall R. (1996): A Binomial Model for the Valuation of Corporate Voting Rights. — Journal of Business, Finance and Accounting. Vol. 23, pp. 603-616

Teweles R., E. Bradley, T. Teweles (1992): «The Stock Market» 6th ed. John Wiley and Sons

Tobin J. (1984): «On the Efficiency of the Financial System». — In: Lloyds Bank Review, 153, pp. 1-15.

Torstensson J. (1994): Property Rights and Economic Growth: on Empirical Study. — <<Kykklos>> Vol. 47, pp. 231-247

UNCTAD (1993): «Public enterprises restructuring and privatization. An annotated bibliography». Geneva: UNCTAD Secretariat.

Vassilyev D. (1995): «Privatization in Russia — 1994». In: Privatization in Central&Eastern Europe 1994. Ed. by Andreja Bohm. CEEPN Annual Conference Series №5, pp. 343-385

Walkling R., R. Edmister (1985): Determinants of Tender Offer Premiums. — *Financial Analysts' Journal*. Vol. 27, pp. 27-37

Weingast (1993): Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets. — *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. Vol. 149, pp. 286-311

Williamson O.E. (1985): «The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting». New York, Free Press.

Wilson G., J. Jadjow (1982): Competition, Profit Incentives, and Technical Efficiency in the Nuclear Medicine Industry. — *Bell Journal of Economics*. Vol. 13, pp. 472-482

World Bank — OECD (1997): «Between State and Market: mass privatization in transition economies.» Ed. by Ira W. Liberman, Stipon S. Nestor, Rai M. Desai. The World Bank-OECD.

World Bank (1995a): «Russia. Creating Private Enterprises and Efficient Markets». Ed. by Lieberman I., Nellis J. et al. — Washington: The World Bank, 1995.

World Bank (1995b): «Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union. A Comparative Analysis». Ed. by Lieberman I. et al. — Washington: The World Bank, 1995.

World Bank (1996): «From plan to market.» World Development Report 1996. Oxford University Press.

World Bank (1998): World Development Report 1998/1999. Knowledge for Development. Washington D.C.

Wouters H. (1973): «Le droit des sociétés anonymes dans les pays de la CEE». Bruxelles.

Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes? — *Quarterly Journal of Economics*. Vol. CX, pp. 1075-1110