

**ТАХРИР ҲАЙЪАТИ**

**БОШ МУҲАРРИР:**

**Гулямов Сайдилла Саидахарович** - юридик фанлари доктори, профессор.

**ТАХРИР ҲАЙЪАТИ АЪЗОЛАРИ:**

**Рустамбоев Мирзаюсуф Ҳакимович** - ю.ф.д., проф., ТДЮИ Ректори (Раис)

**Раҳмонқулов Хожи-Акбар Раҳмонқулович** - ю.ф.д., акад., ТДЮИ "Халқаро хусусий ҳуқуқ" кафедраси профессора

**Исмоилов Нурдинжон Мўйдинханович** - ю.ф.н., Олий Мажлиси Қонунчилик палатасининг Суд-ҳуқуқ ислохотлари бўйича қўмитаси раиси

**Жамолов Бахтиёр Уроқович** - Ўзбекистон Республикаси Навоий вилояти Прокурори

**Икромов Музроб Муборақхўжаевич** - Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигининг Қонунчилик бошқармаси бошлиғи

**Оқюлов Омонбой** - ю.ф.д., ТДЮИ "Ҳўжалик ҳуқуқи ва жараёни" кафедраси профессори

**Турсунова Гулнара Нигматуллаевна** - ф.ф.н., ТДЮИ халқаро апоқалар бўлими бошлиғи

**Мр.Ханс-Юрген Херинг** - СРСПС 3 лойиҳа гуруҳи раҳбари (ЕuropeAid)

**Мр.Клаус Шмитц** - қонунчилик бўйича Европа етакчи эксперти

Маълумот олиш учун қуйидагиларга мурожаат этиш сўралади:

**Гулямов Сайдилла Саидахарович,  
Рустам бе ко в Исламбек Рустамбекович**  
ТДЮИ, Халқаро хусусий ҳуқуқ кафедраси,  
Ўзбекистон Республикаси, Тошкент ш., 100047,  
Сайилгоҳ кўчаси, 35. Тел.: 233-43-59

**SIPCA III лойиҳаси**

Ўзбекистон Республикаси, Тошкент ш., 100077,  
Буюк Ипак йули кўчаси, 75.

"Ўзбекистон қонунчилиги таҳлили"нинг электрон нусхаси Интернетдаги [www.tsil.uzwww.lda4jz.com](http://www.tsil.uzwww.lda4jz.com) ва [www.infolaw.uz](http://www.infolaw.uz) сайтларида жойлаштирилган

**Журнал 2004 йилдан Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг Олий Аттестация комиссияси журналлари рўйхатига киритилган.**

Мазкур журнал Европа Иттифоқи кўмагида тайёрланди. Мазкур журнал та Юридик клиника ва ГТЗ масъул ҳисобланади. Ушбу ҳужжатда баён этил тан натижалар, хулосалар, тапқинлар уларнинг муаллифларига тегишли бўлиб, Ўзбекистон ёки Европа Иттифоқи ҳуқуқлари сиёсати ёки фикрини акс эттирмайди.

2012 йилда нашр этилди.

Муаффиқлик ҳуқуқлари Юридик клиникага, Тошкент Давлат юридик институтига та тегишли. Барча ҳуқуқлар ҳимояланган. Журнал материалларидан фойдаланиш, тарқатиш ва кўпайтириш Юридик клиника руҳсати билан амалга оширилади. Ушбу масалалар бўйича Юридик клиникага мурожаат этилади. Ўзбекистон Республикаси, Тошкент ш., 100047, Сайилгоҳ кўчаси, 35. Тел.: 232-27-08, 233-43-59.

ISSN 2010-9067

Масъул котиб: **И.Р. Рустам бе ко в**  
Нашриёт муҳаррири: **Б.И. Кнопов**  
Техник муҳаррир: **Ж.Ж. Ходжимухамедов**  
Лицензия № 02-84  
Босишга рухсат этилди - 03.04.2012  
Нашриёт ҳисоб табоғи - 10,25  
Босмаҳонада босилди  
Адади - 100 нусха.

**ИЛМИЙ-ТАҲЛИЛИЙ  
ЖУРНАЛ**

1/2012

**МУНДАРИЖА**

**ФУҚАРОЛИК ҲУҚУҚИ**

<b>С. Гулямов</b> Ахборотни ОШ қор қилиш - акциядорлар мулкни ҳимоя қилишнинг муҳим усули сифатида.....	5
<b>О. Ҳазратқулов</b> Фуқаролик суд ишларини юритишда иштирок этувчи шахсларнинг процессуал ҳуқуқ ва мажбуриятлари.....	11
<b>В. Эргашев</b> Чекланган ашёвий ҳуқуқлар моҳияти ва тизими.....	14
<b>А. Ҳидоятуллоев</b> Мажбуриятларнинг бажарилишини таъминлаш усули сифатида - банк кафолатининг аҳамияти.....	21
<b>А. Абдусаломов</b> Мамлакатда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантиришга оид қонунчилик талаблари таҳлили.....	24
<b>Р. Бозоров</b> Инвестиция шартномаларининг квалификацияси.....	27
<b>А. Акбаров</b> Фуқаролик процессида ишнинг моҳияти бўйича прокурор фикри: аҳамияти, мазмуни ва унта қўйилган талаблар.....	31
<b>Ф. Ваитова</b> Ўзбекистон Республикасида тиббиёт хизматларини кўрсатишнинг норматив-ҳуқуқий тартибга солиш тизими.....	32
<b>Н. Рустамбаева</b> Банк ҳисобрақами шартномасини тузиш ва бекор қилиш тартиби.....	35
<b>Ҳ. Ҳайитов</b> Сувдан фойдаланиш ёки сувни истеъмол қилиш ҳуқуқини бекор қилиш асослари.....	39
<b>В. Юсупов</b> Интеллектуал мулкни ҳимоя қилишнинг айрим масалалари.....	41
<b>А. Абдуҷабборов</b> Даъвои таъминлаш чораси сифатида мол-мулк ёхуд пул суммасини хатлашнинг ўзига хос хусусиятлари.....	43
<b>ЖИНОЯТ ҲУҚУҚИ ВА ЖИНОЯТ ПРОЦЕССИ</b>	
<b>М. Аҳмаджонов</b> Хорижий мамлакатлар қонунчилиги бўйича фирибгарлик жиноятлари учун жавобгарлик: қиёсий-ҳуқуқий таҳлил.....	47
<b>Х. Каримов</b> Қийноқнинг криминологик жиҳатлари.....	51
<b>Ж. Ибрагимов</b> Тергов ҳибсхоналарида сақланаётган воя га етмаган айбланувчиларнинг мослашуви криминологик тадқиқот предмети сифатида.....	53
<b>Л. Тон</b> Жиноят-процессуал асослашда субъект сифатида ҳимоячининг иштироки - айбланувчининг ҳимояга бўлган конституциявий ҳуқуқи таъминлашининг реал кафолати.....	57
<b>Ш. Исмаилов</b> Енгилроқ жазо тайинлаш ҳусусида айрим мулоҳазалар.....	60
<b>ХАЛҚАРО ҲУҚУҚИЙ МУНОСАБАТЛАР</b>	
<b>Ш. Убайдуллаева</b> Халқаро савдо-иқтисодий муносабатларни ҳуқуқий тартибга солишга ёндашувлар.....	64
<b>Г. Рустамбаева</b> Халқаро тижорат арбитражининг халқаро ҳуқуқий асослари тўғрисида.....	67
<b>А. Маматқулов</b> Чет эл элемента билан мураккаблашган деликт мажбуриятлари тартибга солишда коллизия таъминотлари.....	70
<b>Ш. Батиров</b> Ўзбекистон Республикаси оммавий тартиби тушунчаси ва моҳияти.....	72
<b>А. Асқаров</b> Ўзбекистон Республикасининг халқаро-ҳуқуқий соҳадаги фаолиятини амалга оширишнинг ташкилий-ҳуқуқий механизм и ва прокуратура фаолияти.....	76
<b>ДАВЛАТ ВА ҲУҚУҚ</b>	
<b>Ш. Матиев</b> Истиклол тарихи - халқ дарди билан яшаш тарихидир.....	78
<b>А. Юлдашов</b> Ногиронларни ижтимоий ҳимоялашга қаратилган давлат сиёсати: халқаро ва миллий жиҳатлари.....	80
<b>АХБОРОТ ТЕХНОЛОГИЯЛАР ҲАҚИ</b>	
<b>И. Рустамбеков</b> Ахборот соҳасидаги ҳуқуқий муносабатларнинг моҳияти ва ўзига хос хусусиятлари тўғрисида.....	82

**EDITORIAL BOARD**

**GENERAL MANAGER:**

**Dr. Gulyamov Saydilla** - Professor, doctor of sciences in Law.

**MEMBERS OF EDITORIAL BOARD:**

**Prof. Rustambayev Mirzayusuf** - The Rector of TSIL (Chairman)

**Acad. Rakhmankulov Hodji-Akbar** - Professor of Department "International Private Law"

**Mr. Ismoilov Nurdinjon** - The Chairman of Committee of judicial reform in Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan

**Mr. Jamolov Bahtiyor** - The Procurator of the Navoiy region of the Republic of Uzbekistan

**Mr. Ikramov Muzrob** - The Head of Legislature Administration of Ministry of Justice of the Republic of Uzbekistan

**Dr. Okyulov Omonboy** - Prof. of Tashkent State Institute of Law

**Mrs. Tursunova Gulnara** - PhD in Law, chief of international Department of TSIL

**Mr. Hans-Jurgen Hering** - Team Leader of SIPCA III Project (EuropeAid)

**Mr. Klaus J. Schmitz** - Key Expert SIPCA III for Justice and Home Affairs

For further information please contact:

**Mr. Gulyamov Saydilla,**

**Mr. Rustambekov Islambek**

35, Sayilgoh Street, TSIL, Department of "International Private Law", Tashkent,  
100047, Uzbekistan. [Тек 233-43-59](tel:233-43-59)

**SIPCA III Project**

75, Buyuk Ipak Yuli Street,  
Tashkent, 100077, Uzbekistan.

Electronic copy of "Uzbek Law Review" journal can be found at [www.tsil.uz](http://www.tsil.uz) and [www.infolaw.uz](http://www.infolaw.uz)

**The journal was registered in the list of the High Attestation Commission of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan in 2004.**

This journal has been produced with the assistance of the European Union. The contents of this publication are the sole responsibility of the Legal Clinic and GTZ. The findings, conclusions and interpretations expressed in the document are those of the authors alone and can in no way be taken to reflect the views of the Republic of Uzbekistan or the European Union.

Published in 2012.

Copyright by Law Clinic, Tashkent State Institute of Law of Ministry of Justice of the Republic of Uzbekistan. All rights reserved. Enquiries concerning reproduction should be addressed to Law Clinic, TSIL, 100047, 35, Sayilgoh Street, Tashkent, Uzbekistan. Tel: 232-27-08; 233-43-59.

ISSN 2010-9067

General Secretary: **I.R. Rustambekov**

Publishing editor: **B.I. Knopov**

Technical editor: **J.J. Hodjimuhamedov**

License No. 02-84

Authorized to issue - 03.04.2012

Bulk - 10,25

Printed in Printhouse

Number of copies - 100

**SCIENTIFIC-ANALYTICAL JOURNAL**

**1/2012**

**CONTENTS**

**CIVIL LAW**

<b>S. Gulyamov</b> Information disclosure - one of the Important Ways of Protection of Property Rights of Shareholders.....	<b>5</b>
<b>O. Hazratqulov</b> Need of Improvement of Legal Bases of Stimulation of Attraction of Foreign Investments.....	<b>11</b>
<b>V. Ergashev</b> System and Essence of the Limited Real Rights.....	<b>14</b>
<b>A. Hidayatullaev</b> Role of the Bank Guarantee as Means of Ensuring of Performance of Obligations.....	<b>21</b>
<b>A. Abdusalomov</b> The Analysis of the Legislation on Development of Small Business and Private Business in the Country.....	<b>24</b>
<b>R. Bozorov</b> Qualification of Investment Contracts.....	<b>27</b>
<b>A. Akbarov</b> Opinion of the Prosecutor on the Main Point in Civil Process: Value, Contents and Requirements.....	<b>31</b>
<b>F. Vaitova</b> System of Standard and Legal Regulation of Rendering of Medical Services in the Republic of Uzbekistan.....	<b>32</b>
<b>N. Rustambaeva</b> Order of the Conclusion and Cancellation of the Contract of the Bank Account.....	<b>35</b>
<b>H. Hayitov</b> Termination of the Basis of Using by Water or Rights of Consumption by Water.....	<b>39</b>
<b>V. Yusupov</b> Some Questions of Legal Protection of Intellectual Property.....	<b>41</b>
<b>A. Abdujabborov</b> Peculiar Lines of Arrest of Property or Monetary Bags as Means of Ensuring of the Claim.....	<b>43</b>

**CRIMINAL LAW AND CRIMINAL PROCESS**

<b>M. Ahmadjonov</b> Responsibility for Fraud in the Laws of Foreign Countries: Comparative and Legal Analysis.....	<b>47</b>
<b>H. Karimov</b> Criminological Properties of Violence.....	<b>51</b>
<b>J. Ibragimov</b> The adaptation of Minor accused Containing in pre-trial Detention Centers.....	<b>53</b>
<b>L. Ton</b> Participation of the Defender in a Criminal and Procedural Proof as Subject of a Real Guarantee of Providing a Constitutional Law Accused on Protection.....	<b>57</b>
<b>Sh. Ismatullaeva</b> Some Questions of Application of Softer Punishment.....	<b>60</b>

**INTERNATIONAL LEGAL RELATIONS**

<b>Sh. Ubaydullaeva</b> Approaches to Legal Regulation of the International Trade and Economic Relations.....	<b>64</b>
<b>G. Rustambaeva</b> About International Legal Bases of the International Commercial Arbitration.....	<b>67</b>
<b>A. Mamatqulov</b> Conflict Principles in Regulation of the Delict Relations Complicated by a Foreign Element.....	<b>70</b>
<b>Sh. Batirov</b> The Public Policy Exception in Uzbek Law.....	<b>72</b>
<b>A. Asqarov</b> Organizational Legal Mechanism of Implementation of Activity in the International Legal Sphere of the Republic of Uzbekistan and Prosecutor's Office Activity.....	<b>76</b>

**STATE AND LAW**

<b>Ш. Матиев</b> Independence History - Life History Together with the People.....	<b>78</b>
<b>A. Yuldashev</b> State Policy Directed on Social Protection of Disabled People: National and International Features.....	<b>80</b>

**INFORMATION TECHNOLOGIES LAW**

<b>I. Rustambekov</b> About Essence and an Originality of Legal Relations in the Information Sphere.....	<b>82</b>
---	-----------

**РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ**

**ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР:**

**Гулямов Сайдилла Саидахарович** - доктор юридических наук, профессор.

**ЧЛЕНЫ РЕДКОЛЛЕГИИ:**

**Рустамбаев Мирзаюсуф Хакимович** - д.ю.н., проф., Ректор ТГЮИ (**Председатель**)

**Рахманкулов Ходжи-Акбар Рахманкулович** - д.ю.н., акад., профессор кафедры "Международное частное право" ТГЮИ

**Исмаилов Нурдинжон Муйдинханович** - к.ю.н., Председатель Комитета по судебной реформе Законодательной палаты Олий Мажлиса

**Жамоллов Бахтиер Уракович** - Прокурор Наваийской области Республики Узбекистан

**Икрамов Музроб Муборакужаевич** - начальник Управления по законодательству Министерства юстиции Республики Узбекистан

**Окюлов Омонбой** - д.ю.н., профессор кафедры "Хозяйственное право и хозяйственный процесс" ТГЮИ  
**Турсунова Гулнара Нигматуллаевна** - к.ф.н., начальник отдела международных отношений ТГЮИ

**Мр. Ханс-Юрген Херинг** - руководитель группы проекта СРСРС 3 (ЕuropeAid)

**Мр. Клаус Шмитц** - главный эксперт проекта СИПКА 3 по юриспруденции

Для получения информации просим обращаться:

**Гулямов Сайдилла Саидахарович,**

**Рустам бе ко в Исламбек Рустамбекович**

ТГЮИ, кафедра МЧП,

Республика Узбекистан, Ташкент, 100047,

ул. Сайилгох, 35. Тел.: 233-43-59.

**Проект СИПКА III**

Республика Узбекистан, Ташкент, 100077,

ул. Буюк Ипак йули, 75

Электронная версия "Обзор законодательства

Узбекистана" размещена на Интернет сайтах:

**www.tsil.uz, www.lda-uz.com и www.infolaw.uz**

**Журнал включен в список Высшей Аттестационной Комиссии Кабинета Министров Республики Узбекистан в 2004 г.**

Журнал был подготовлен при содействии Европейского Союза. За содержание журнала ответственны ЮК и ГТЗ. Результаты, заключения, толкования, выраженные в этом документе, принадлежат только их авторам и не отражают политики или мнения правительства Республики Узбекистан или Европейского Союза.

Опубликовано в 2012 г.

Авторские права принадлежат Юридической Клинике, Ташкентскому Государственному юридическому институту Министерства юстиции Республики Узбекистан. Все права защищены. Публикация может производиться, распространяться или передаваться в какой-либо форме с разрешения Юридической клиники. По вопросам воспроизведения обращаться в Юридическую клинику. Республика Узбекистан, Ташкент, 100047, ул. Сайилгох, 35. Тел.: 232-27-08; 233-43-59.

ISSN 2010-9067

Ответственный секретарь: **И.Р. Рустамбеков**

Издательский редактор: **Б.И. Кнопов**

Технический редактор: **Ж.Ж. Ходжимухамедов**

Лицензия № 02-84

Подписано к печати - 03.04.2012

Уч.- изд. лист. - 10,25

Отпечатано в типографии

Тираж - 100

**НАУЧНЫЙ-АНАЛИТИЧЕСКИЙ  
ЖУРНАЛ**

**1/2012**

**СОДЕРЖАНИЕ**

**ГРАЖДАНСКОЕ ПРАВО**

<b>С. Гулямов</b>	Раскрытие информации - один из важных способов защиты прав собственности акционеров.....	<b>5</b>
<b>О. Хазраткулов</b>	Необходимость совершенствования правовых основ стимулирования привлечения иностранных инвестиций.....	<b>11</b>
<b>В. Эргашев</b>	Система и сущность ограниченных вещных прав.....	<b>14</b>
<b>А. Хидоятуллаев</b>	Роль банковской гарантии как средства обеспечения исполнения обязательств.....	<b>21</b>
<b>А. Абдусаломов</b>	Анализ законодательства о развитии малого бизнеса и частного предпринимательства в стране.....	<b>24</b>
<b>Р. Бозоров</b>	Квалификация инвестиционных договоров.....	<b>27</b>
<b>А. Акбаров</b>	Мнение прокурора о сути дела в гражданском процессе: значение, содержание и требования.....	<b>31</b>
<b>Ф. Ваитова</b>	Система нормативно-правового регулирования оказания медицинских услуг в Республике Узбекистан.....	<b>32</b>
<b>Н. Рустамбаева</b>	Порядок заключения и расторжения договора банковского счета.....	<b>35</b>
<b>Х. Хайитов</b>	Прекращение основания пользования водой или права потребления водой... ..	<b>39</b>
<b>В. Юсупов</b>	Некоторые вопросы правовой охраны интеллектуальной собственности.....	<b>41</b>
<b>А. Абдужабборов</b>	Своеобразные черты ареста имущества или денежных сум как средства обеспечения иска.....	<b>43</b>

**УГОЛОВНОЕ ПРАВО И УГОЛОВНЫЙ ПРОЦЕСС**

<b>М. Ахмаджонов</b>	Ответственность за мошенничество по законодательству зарубежных стран: сравнительно-правовой анализ.....	<b>47</b>
<b>Х. Каримов</b>	Криминологические свойства насилия.....	<b>51</b>
<b>Ж. Ибрагимов</b>	Приспособление несовершеннолетних обвиняемых содержащихся в следственных изоляторах.....	<b>53</b>
<b>Л. Тон</b>	Участие защитника в уголовно-процессуальном доказывании в качестве ее субъекта - реальная гарантия обеспечения конституционного права обвиняемого на защиту.....	<b>57</b>
<b>Ш. Исматуллаева</b>	Некоторые вопросы применения более мягкого наказания.....	<b>60</b>

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРАВОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ**

<b>Ш. Убайдуллаева</b>	Подходы к правовому регулированию международных торговых-экономических отношений.....	<b>64</b>
<b>Г. Рустамбаева</b>	О Международно-правовых основах международного коммерческого арбитража.....	<b>67</b>
<b>А. Маматкулов</b>	Коллизионные принципы в регулировании деликтных отношений осложненных иностранным элементом.....	<b>70</b>
<b>Ш. Батиров</b>	Понятие "публичный порядок Республики Узбекистан" и его содержание.....	<b>72</b>
<b>А. Аскаров</b>	Организационно-правовой механизм осуществления деятельности в международно-правовой сфере Республики Узбекистан и деятельность прокуратуры.....	<b>76</b>

**ТЕОРИЯ ГОСУДАРСТВА И ПРАВА**

<b>Ш. Матиев</b>	История независимости - история жизни вместе с народом.....	<b>78</b>
<b>А. Юлдашов</b>	Государственная политика направленная на социальную защиту инвалидов: национальное и международные особенности.....	<b>80</b>

**ПРАВО ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ**

<b>И. Рустамбеков</b>	О сущности и своеобразии правовых отношений в информационной сфере... ..	<b>82</b>
-----------------------	--	-----------

С.С. Гулямов

Доктор юридических наук, профессор

### РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ - ОДИН ИЗ ВАЖНЫХ СПОСОБОВ ЗАЩИТЫ ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ АКЦИОНЕРОВ

Формирование акционерной собственности вызывает необходимость ее защиты. На наш взгляд, защиту права собственности владельцев ценных бумаг следует рассматривать с позиции защиты владения. В этой связи уместно привести мнение К.И.Скловского: "Можно сказать, что и сама проблема сущности владения - факт это или право - возникла из сложившихся способов его защиты"<sup>1</sup>. То есть право владения связано с его защитой. Но для обеспечения защиты прав владения собственностью, в данном случае ценными бумагами, надо создать соответствующее правовое поле.

Необходимость защиты прав владения ценными бумагами в условиях раскрытия информации, по нашему представлению, предполагает наличие соответствующих норм в Гражданском кодексе страны или в Законе "О ценных бумагах". Однако в ГК мы не находим даже намека на защиту прав владельцев ценных бумаг, хотя, с определенной натяжкой, в качестве такой защиты можно признать положение ст.231, где сказано: "Собственник может требовать устранения всяких нарушений его права, хотя эти нарушения и не были связаны с лишением владения (негаторный иск)"<sup>2 3 3</sup>. Однако данная статья ГК носит общий характер и не учитывает правовых нарушений, возникающих в связи с раскрытием информации о ценных бумагах. Последнее имеет двойной характер. С одной стороны, раскрытие информации о ценных бумагах является способом привлечения дополнительных финансовых ресурсов в АО, а с другой, - выступает источником защиты прав владения собственностью.

Правовые аспекты защиты прав владения вещью, в том числе ценной бумагой, в условиях раскрытия информации о ней, с нашей точки зрения, должны подпадать под соответствующие статьи Гражданского кодекса соответствующей страны.

Вместе с тем можно отметить, что владельческая защита обычно классифицируется тремя группами интердиктов, направленных на: удержание существующего владения; возвращение насильственно или тайно утраченного владения; установление владения впервые причем последние считаются квазивладельческими<sup>8</sup>

Итак, для нас совершенно очевидно, что независимо от объекта собственности любая собственность должна защищаться. Стало быть, защиту должны иметь и ценные бумаги, подпадающие под требование раскрытия информации о них. В связи с этим нам представляется, что в ГК следует внести определенные дополнения, касающиеся правовых аспектов защиты прав владельцев ценных бумаг. Причем эти дополнения должны учитывать современные международные требования о раскрытии информации по ценным бумагам.

Наряду с этим, на наш взгляд, целесообразно исследовать рассматриваемую проблему с позиций динамики собственности. Дело в том, что уровень раскрытия информации об эмитенте может по-разному влиять на спрос на акции со стороны потенциальных инвесторов, а это означает, что изменяется объем реализуемых на рынке акций. Поэтому мы считаем возможным говорить о динамике собственности. Это связано с тем, что "вещь перемещается, транспортируется, применяется любым образом, находясь в это время у кого-либо в собственности, и юридически вещь оказывается, не выходя из собственности одного лица, на равных правах (аренды, залога, подряда и т.д.). Следовательно, пребывание вещи в собственности не исключает ни юридических, ни механических ее изменений, т.е. динамики"<sup>4</sup>.

Это свидетельствует о том, что динамика собственности зависит и от уровня раскрытия информации о вещи, в нашем случае - об акциях эмитента. Отсюда вполне очевидно, что чем больше уровень раскрытия информации, тем более инвестор будет уверен в стабильности совершаемого им действия по приобретению акций.

Финансируя акционерные общества, инвесторы получают определенные права, которые обычно защищаются посредством правовых механизмов. Эти права включают в себя и требование раскрытия информации, и правила отчетности, благодаря чему инвесторам предоставляется информация, в которой они нуждаются для реализации их прав<sup>5</sup>. Поэтому в современной мировой корпоративной практике распространено требование к эмитенту, в соответствии с которым акционерное общество обязано раскрыть информацию о своей деятельности, а также об эмиссии акций. Как правило, целью подобного обязательства является защита интересов инвесторов, в первую очередь акционеров<sup>6</sup>, для предотвращения совершения ими неадекватных инвестиций в результате слабой информированности. Однако до сих пор, на наш взгляд, уделяется мало внимания корпоративно-управленческим эффектам подобного требования раскрытия информации<sup>7</sup>. С другой стороны, существует мнение, что обязательное раскрытие информации может быть опасно для рынка, что связано с ограничением конкурентоспособности компаний и трудностями определения четких границ между коммерческой тайной и необходимостью обеспечения прозрачности корпораций<sup>8</sup>. Анализируя эти эффекты, мы полагаем, что требуемое раскрытие информации может улучшить корпоративное управление в некоторых важных аспектах.

Прежде чем далее рассматривать этот вопрос, мы считаем важным определиться со значением выражения "требуемое раскрытие информации". "Требуемое

<sup>4</sup> См.: Скловский К.И. Указ. соч. - С.96.

<sup>5</sup> См.: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. - 2001. - №35. - P.5.

<sup>6</sup> Учитывая их статус, по которому они расплачиваются по обязательствам общества своим имуществом, в отличие от тех, кто дает обществу деньги.

<sup>7</sup> Одним исключением является работа: Louis Lowenstein. Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure // Colum. L. Rev. - 1996. - №96. - P.1335.

<sup>8</sup> См.: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. - М., 1999. См.: <http://www.iet.ru>

<sup>1</sup> См.: Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. - М.: Дело, 2002. - С.298.

<sup>2</sup> См.: Гражданский кодекс Республики Узбекистан. - Т.: Адволат, 2003. - С.93.

<sup>3</sup> См.: Римское частное право. - М., 1948. - С.185.

раскрытие информации", используемое в данной работе, означает любое правовое обязательство менеджмента эмитента регулярно раскрывать информацию о своей деятельности, которая в ином случае, кроме правового принуждения, не будет раскрыта<sup>1</sup>. В РУз основными непосредственными источниками являются Положение ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг", а также другие нормативные акты, регулирующие корпоративную инвестиционную деятельность.

Данный вопрос мы рассматриваем здесь в основном в двух аспектах. Во-первых, когда раскрытие информации влияет на корпоративное управление в различных аспектах, как труд, экология, общество в целом, - будут рассматриваться только интересы акционеров. Во-вторых, предметом нашего рассмотрения будут эмитенты с акциями, которые активно обращаются на рынке, а не акционерные общества, которые контролируются одним или блоком акционеров.

Общеизвестно, что раскрытие информации играет очень важную роль при защите прав собственности акционеров. Как указывают Ла Порта, Вишни, Лопез де Силанез и А.Шляйфер, "когда инвесторы финансируют компании, они сталкиваются с риском, и часто оказываются близки к возможности того, что их инвестиции никогда не материализуются, так как контролирующие акционеры или менеджеры экспроприируют их. Корпоративное управление в большой степени является совокупностью механизмов, посредством которых внешние инвесторы защищают себя от экспроприации со стороны инсайдеров (подразумеваются контролирующие акционеры или менеджеры). При этом обычно экспроприация может носить различные формы. В некоторых случаях инсайдеры просто крадут дивиденды. В иных случаях инсайдеры продают товары, имущество или дополнительные акции общества, которое они контролируют, другой фирме по низким рыночным ценам"<sup>2</sup> Далее авторы указывают: "Когда инвесторы финансируют фирмы, они типично получают определенные права или полномочия, которые, в общем, защищаются через правоприменение. Некоторые из этих прав включают раскрытие информации и правила отчетности, которые обеспечивают инвесторов информацией, в которой они нуждаются для осуществления своих прав". При этом основными имущественными правами являются остаточные права<sup>3</sup> и права на ди-

виденды, которые в целом и определяют значение существования корпорации.

Роль раскрытия информации в защите имущественных интересов акционера, по нашему мнению, можно очень просто объяснить тем, что акционер сможет защитить свои инвестиции от их экспроприации, только если акционер будет знать о подобном нарушении. Так, при краже, в классическом уголовно-правовом значении этого слова, потерпевший обычно в момент лишения своей собственности не знает о том, что подобное деяние совершается, ибо в ином случае он предотвратил бы подобные действия вора. Итак, мы видим, что в случае кражи именно отсутствие у потерпевшего в необходимый момент информации о нарушении его прав собственности стало причиной нарушения его прав.

В общих чертах, представляется, что та же ситуация происходит в сфере отношений акционеров и инсайдеров. К примеру, возьмем такой способ экспроприации, как продажа активов общества другому субъекту по низкой цене. При этом менеджеры могут продать по низкой цене (например, по половине стоимости) имущество корпорации<sup>4</sup> другому юридическому лицу, скажем товариществу, участниками которого являются менеджеры корпорации<sup>5</sup>. Продажа небольших частей имущества, разумеется, не принесет АО и в конечном итоге акционерам существенных затрат, и наоборот. Именно поэтому, законодательством РУз на управляющих корпорации возложено обязательство раскрыть информацию о совершении крупных сделок, которые перед их совершением должны быть одобрены акционерами или их представительным органом, т.е. наблюдательным советом. Значит, в подобном случае, при некачественной системе раскрытия информации акционеры не смогли бы предотвратить ущербные действия инсайдеров корпорации, что в конечном итоге привело бы к потере былой ценности их акций и, таким образом, потере акционерами своей собственности.

О том, как относятся суды США к инсайдерским сделкам, можно получить представление из следующего примера. В 1968г. Комиссия по ценным бумагам и биржам начала процесс против Texas Gulf Sulphur и 13 ее инсайдеров за торговлю акциями этой компании, осуществленную на основе использования чисто внутренней информации о ценных бумагах этой корпорации. В числе этих инсайдеров были директор и несколько служащих данной компании, которым стало известно о забастовке в нефтяной отрасли Восточной Канады. Этот факт они использовали для того, чтобы продавать акции своей компании с большой личной выгодой. Рассмотрев это дело, апелляционный суд США второго округа постановил, что правила Закона США о торговле ценными бумагами 1934г. относятся не только к таким сотрудникам, как директора и руководители, но и к любому, обладающему внутренней информацией о ценных бумагах компании. Правило требует, заявил суд, чтобы каждый, обладающий существенной информацией, обнародовал ее или воздерживался от торговли ценными бумагами. Инсайдеру не запрещается инвестировать в компанию лишь

<sup>1</sup> Есть несколько причин нежелания эмитента раскрывать информацию о своей деятельности, если бы не существовало подобного правового обязательства. Раскрытием информации могут воспользоваться конкуренты, основные поставщики и клиенты. Любая информация, положительная или отрицательная, может помочь понять состояние бизнеса эмитента лучше и уменьшить риск неудачи при недружественных поглощениях. Негативная информация может представить менеджмент в плохом свете, что также создает опасность недружественных поглощений или коллективного действия акционеров против менеджмента, что может быть предотвращено сокрытием отрицательной информации, и наоборот, предоставлением ложной положительной информации о деятельности общества. См. подробнее: Merritt V. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. - 1999. - №85. P.98-124.

<sup>2</sup> См.: Rafael La Porta, etc. Op. cit. - P.1.

<sup>3</sup> Под остаточными правами акционеров в англо-американской литературе понимаются права акционеров на имущество корпорации при ее реорганизации и ликвидации, т.е. в случае перераспределения собственности между акционерами.

<sup>4</sup> На которое, между прочим, акционеры имеют остаточное право собственности.

<sup>5</sup> Это означает, что, в конечном итоге, от покупки товариществом данного имущества выигрывают сами учредители, т.е. менеджеры, так как выгода товарищества означает получение выгоды самими товарищами.

потому, что он может быть лучше знаком с ее операциями, чем другие инвесторы. Скорее, "главным критерием существования... является то, может ли здравомыслящий человек оценить важность [информации] при определении его выбора действия в рассматриваемой сделке". Суд также постановил, что инсайдеры могут действовать на основе существенной внутренней информации только после того, как эта информация была "эффективно раскрыта способом, достаточным для того, чтобы гарантировать ее доступность инвестирующей публике"<sup>1</sup>.

Как правило, требование раскрытия информации обосновывается необходимостью защиты инвесторов на вторичном рынке ценных бумаг, по сравнению с защитой на первичном рынке, когда инвесторы получают информацию при регистрации эмиссии. Однако, вопреки общему мнению, основной социальной пользой раскрытия информации является его влияние на корпоративное управление<sup>2</sup>. Защита прав инвесторов, конечно, есть одна из важных целей регулирования рынка ценных бумаг, но это - не убедительное обоснование необходимости раскрытия информации со стороны эмитента<sup>3</sup>. Раскрытие информации не требуется для защиты инвесторов от нечестных цен или риска на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим, например, нечестные цены. По мнению ряда ученых, при эффективной рыночной политике цены ценных бумаг являются объективными, несмотря на публично доступную информацию об эмитенте<sup>4</sup>. Другими словами, цены акций в целом равняются истинной стоимости их на данный момент, несмотря на количество информации, которая требуется от эмитентов. Поэтому представляется, что раскрытие информации не может содействовать защите инвесторов от покупки акций, цены на которые в целом ненастоящие или ниже реальных<sup>5</sup>.

В этой связи надо отметить, что и Национальный банк, и хозяйственные суды Узбекистана не раз указывали, что цена акции определяется реальным соотношением спроса и предложения на рынке ценных бумаг<sup>6</sup>.

Если же по вопросам купли-продажи акции возникают споры, то иски по ним надо подавать надлежащим образом оформленными и обоснованными, причем непременно в предусмотренные законом сроки (т.е. не просроченные, согласно нормам ГК РУз о сроках исковой давности по гражданским сделкам)<sup>7</sup>.

Рассмотрим и другую составляющую рынка - риск. С минимально доступной информацией об эмитенте

цены акций все же, будучи объективными, останутся менее точными; это означает, что цена скорее будет выше или ниже реальной цены акций. Конечно, инвестор с несильно диверсифицированным портфелем акций испытывает значительный риск, и качественное раскрытие информации уменьшает этот риск. Однако достижение подобного качества раскрытия информации социально затратно и при этом инвестор может избежать этот риск, наиболее диверсифицируя свой портфель акций, в свою очередь, намного менее затратно, чем обеспечение необходимого качества раскрытия информации<sup>8</sup>. Таким образом, мы приходим к выводу, что раскрытие информации играет важную роль именно в корпоративном управлении.

Наиболее очевидной иллюстрацией влияния необходимости раскрытия информации на корпоративное управление мы считаем его способность обеспечить осуществление акционерами их права на управление. Если акционеры лучше проинформированы при голосовании за управляющих, они знают, соответствует ли их интересам продление срока работы управляющих или их следует уволить. То же самое относится и к осуществлению права голоса при ратификации со стороны акционеров изменений в уставе общества, ликвидации или ратификации договора, в котором более заинтересованы менеджеры.

Наиболее продвинутый эксперт может отрицать эти утверждения, указывая, что они противоречат реальности, по которой миноритарный акционер имеет небольшое количество акций, а крупный акционер, который типично является богатым индивидом или организацией, владеет наибольшим количеством акций эмитента. При этом возможно утверждение, что в случае индивидуального акционера, идея того, что раскрытие информации поможет при голосовании, основывается на ошибочно идеализированной точке зрения, якобы акционеры, как граждане, вдохновленные гражданским долгом, действуют в рамках корпоративной демократии, что в реальности далеко не так. В то же время мы должны иметь в виду, что в основе осуществления прав акционеров лежат только материальные интересы. Отсюда можно утверждать, что для мелкого акционера информация, полученная посредством раскрытия информации, просто бесполезна, и подобная осведомленность не стоит усилий. Кроме того, существует некоторая возможность того, что его голос не сыграет какую-либо роль при голосовании, даже если он будет оптимально обладать необходимой информацией для голосования.

Насчет крупного акционера, на наш взгляд, можно сказать, что продвинутый эксперт может утверждать, дескать, в его случае требуемое раскрытие информации не играет никакой социально полезной роли. Такой акционер сам может опросить управляющих компании и, не получив удовлетворительных ответов, может предпринять необходимые меры по пресечению нарушения его интересов. Искомой информацией может быть та, которую крупный акционер посчитает полезной в определенный момент.

Конечно, продвинутый эксперт был бы прав насчет типичного индивидуального акционера. Однако он

<sup>1</sup> SEC vs. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968). - <http://www.ssrn.com>

<sup>2</sup> См.: Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era//Wash. U. L.Q. - 1997. - №75. - Part I.A.1.-P.6.

<sup>3</sup> Idem. - P.7.

<sup>4</sup> Эмпирическая работа, выявляющая объективную реакцию на объявления корпоративной информации, показывает, что рынок также является объективной причиной отсутствия комментариев со стороны эмитентов по некоторым вопросам. Эта работа состоит из большого объема экономической литературы, которая оценивает реакцию рынка на утвердительные публичные объявления о различных типах важных событий, влияющих на определенного эмитента. Классический пример являет работа: Kenneth Garbade. Securities Markets // Col. L. Rev. - 1982. - №4(34). - P.249-259.

<sup>5</sup> См. подробнее: Merritt B. Fox. Op. cit. - Part II.A.1. - P.28.

<sup>6</sup> См., напр., текущий архив НБ ВЭД РУз за 2003г.

<sup>7</sup> См. там же и текущий архив Ташкентского городского хозяйственного суда за 2003г.

<sup>8</sup> С точки зрения портфельной теории, раскрытие информации со стороны эмитента снижает специфичный фирмам (не систематический) риск. См.: Barbara Ann Banoff. Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule // Va. L. Rev. - 1984. - №70. - P.135, 182.

был бы не прав насчет крупного акционера. Те же факторы, по которым индивидуальный акционер находит информацию, которая не стоит затрат на ее получение, помогают сделать раскрытие информации полезным, если крупный акционер сыграет свою социально полезную роль.

При этом существенной разницей между индивидуальным акционером и крупным акционером мы считаем то, что в отличие от мелкого акционера, наиболее высокая ставка риска делает для крупного акционера значимым обязательное раскрытие информации. В идеальном случае количество информации, которая должна быть доступна каждому крупному акционеру, должно равняться количеству информации, которую хотел бы получить единый владелец этой компании от агента, который управляет компанией. Но если бы не существовало обязательного требования раскрытия информации, ни один крупный акционер не пошел бы на затратный поиск необходимого объема информации о деятельности акционерного общества, что, в свою очередь, порождает много проблем коллективного действия<sup>1</sup>. Ожидаемая отдача от поисков информации для каждого крупного акционера намного меньше, чем действовал бы единый владелец, работающий с агентом, который управляет компанией. С другой стороны, неясно, может ли голос крупного инвестора действительно сыграть решающую роль в выборах. Но даже если это так, инвестор смог бы получить лишь небольшую часть отдачи от произошедших изменений. Конечно, больший эффект дадут действия крупного акционера, нацеленные на повышение благополучия всех остальных акционеров. Но если объединить все подобные возможности вместе, то для каждого акционера, по нашему мнению, начинает оправдывать себя получение того же объема информации от менеджмента, которую хотел бы получить единый владелец от своего агента<sup>2</sup>. Отсюда мы делаем вывод, что требуемое раскрытие информации играет роль объединителя нужд каждого крупного акционера при предоставлении информации ему и другим крупным акционерам.

Итак, мы выяснили, что, во-первых, одинаковая информация полезна всем крупным акционерам, а для эмитента выгоднее раскрыть всю информацию одновременно, чем индивидуально предоставлять ее по требованию каждого акционера (учитывая, что этот вариант является наиболее затратным). Во-вторых, если в стране существует запрет на торговлю непубличной информацией, полученной от эмитента, то

крупный акционер сталкивается с дополнительными затратами для осуществления индивидуальных обращений. Если же акционер получает любую непубличную информацию в ответ на свой запрос, то в этом случае торговля акциями эмитента запрещается до тех пор, пока информация не станет публичной. При этом обязательное раскрытие информации решает эту проблему, как оптимальный метод опубликования информации<sup>3</sup>.

Требование обязательного раскрытия информации со стороны акционеров также способствует обеспечению выполнения менеджерами своих фидуциарных обязанностей. Если менеджеры не предоставляют всю необходимую информацию, то невозможно определить, нарушают ли они свои фидуциарные обязанности.

К примеру, в Законе РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" закреплено правило о раскрытии информации о сделках, в которых имеется заинтересованность управляющих. При этом в случае возникновения конфликта интересов акционеры могут принудить менеджмент обеспечить законность этой сделки. Для этого менеджмент должен показать, что конфликт был устранен посредством необходимых процедур при подписании договора или же, РРФ что условия договора являются честными для эмитента. Без уведомления акционеров о подобной сделке правило корпоративного права о фидуциарной обязанности теряет всякое значение.

Подчеркнем, что наименее признанными, но наиболее значимыми являются непосредственные эффекты обязательного раскрытия информации при корпоративном управлении. Обязательное раскрытие информации влияет на четыре ключевых механизма экономики, контролируемых менеджментом корпорации: рынок корпоративного контроля (в основном в наиболее ликвидных рынках ценных бумаг), компенсация менеджмента в зависимости от цен на акции, стоимость капитала и мониторинг посредством внешних финансовых источников. Мы считаем, что непосредственные эффекты через механизм необходимости раскрытия информации улучшают выбор новых инвестиционных проектов в экономике и функционирование существующего производственного капитала<sup>4</sup>.

Рынок корпоративного управления представляется нам известным средством уменьшения агентских затрат

<sup>1</sup> Эти проблемы коллективного действия акционеров рассмотрены подробно в: Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined // Mich. L. Rev. - 1990. - №89. - P.520. Профессор Блек правильно подчеркивает, что проблемы, описываемые далее только частично, могли быть решены совместными действиями между основными институциональными акционерами, если бы определенные правовые правила не препятствовали этому сотрудничеству. Однако данная точка зрения не лишает значения раскрытие информации как полезного решения этих проблем коллективного действия.

<sup>2</sup> При этом есть разница в порядке. Например, единый владелец, получив информацию от эмитента, может хранить ее в конфиденциальности, тогда как любая информация, предоставляемая посредством обязательного раскрытия информации, становится публичной. При этом она становится доступной для конкурентов эмитента, основных клиентов и поставщиков, нанося, таким образом, ущерб эмитенту. Поэтому обязательное раскрытие информации, наложенное со стороны правительства, решает данную проблему, ставя все фирмы юрисдикции в одинаковое положение, т.е. все они одинаково получают взаимный ущерб и выгоду от раскрытия информации.

<sup>3</sup> В этой связи надо отметить, что только за 2002-2003гг. ЦККФРЦБ РУз выявил более 330 случаев не опубликования проспектов эмиссии акций. (Информационно-аналитический бюллетень ГКИ РУз за 2003г. - Т., 2004. - Приложение 8.

<sup>4</sup> См.: Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis // Va. L. Rev. - 1984. - №70. - P.1005, 1017-1025; Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. - 1992. - №41. - P.977,985,1006. См. также: Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure // Brook. L. Rev. - 1995. - №61. - P.763 (он утверждал, что, хотя законодатели гонятся за точностью цен акций, на самом деле законы, принятые под этим лозунгом, сокращают приток необходимой информации для точного определения цен акций); Paul G. Mahoney. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // U. Chi. L. Rev. - 1995. - №62. - P.1047 (он утверждал, что раскрытие информации должно быть направлено на разоблачение договорных и фидуциарных интересов инвесторов); Lynn A. Stout. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation // Mich. L. Rev. - 1988. - №87. - P.613 (он критикует утверждение, что эффективный рынок способен контролировать или структурировать расположение ограниченных ресурсов в экономике).

менеджмента, когда владение отделено от управления. Наличие большой информации и в результате увеличение точности цен улучшают роль контроля на этом рынке. При принятии решения о том, надо ли покупать актив (компанию), которая недостаточно хорошо управляется, инвестор должен изучить, будет ли купленная корпорация стоить его вложений. Конечно, подобный расчет довольно рискован, и раскрытие необходимой информации уменьшает этот риск.

Если же цена акций неосновательно высока, и потенциальный покупатель поймет, что не сможет управлять компанией лучше, чем существующий менеджмент, он может прийти к выводу, что компания не стоит приобретения. Но точность цен акций, достигаемая в результате адекватного раскрытия информации, уменьшает шанс того, что это произойдет.

Требование раскрытия информации приводит к снижению менеджерских затрат, с использованием менеджерской компенсации, зависящей от цены акции<sup>1</sup>. Проблема, связанная с использованием зависящего от цены механизма, – возможный риск<sup>2</sup>. Поэтому менеджеры компании не заинтересованы в том, чтобы их зарплата зависела от цен на акции компании<sup>3</sup>. Формирование более точных цен акций, как результат наибольшего раскрытия информации, делает подобную компенсацию наименее рискованной.

Необходимость раскрытия информации приводит к формированию более обоснованных цен акций, что, в свою очередь, будет способствовать отбору новых инвестиционных проектов, непосредственно влияя на инвестиционное поведение индивидуальных компаний. Цена акций может повлиять на стоимость проекта и отразиться на условиях, по которым посредники захотят расширить альтернативные формы финансирования инвестиционных проектов. В то же время взгляд со стороны получателя финансов покажет, что цена акций может повлиять на желание менеджмента использовать средства для создания нового проекта и в этих целях использовать долговое финансирование путем привлечения заемного капитала<sup>4</sup>. Низкие же цены акций могут, по нашему убеждению, препятствовать притоку внутреннего и внешнего финанси-

рования инвестиций<sup>5</sup>.

Рассматривая комплексно факторы спроса и предложения, мы можем сделать вывод о том, что если цены акций являются необоснованно низкими, то руководство компании может не решиться реализовать относительно многообещающие инвестиционные проекты. Если же цены необоснованно высоки, менеджмент может пойти на реализацию даже неперспективных проектов. Таким образом, более точная информация о цене акций ведет к формированию обоснованных цен и успешному решению возникающих проблем.

Необходимость раскрытия информации уменьшает стремление менеджмента использовать внутренние источники финансирования вместо внешних. Использование внешних источников финансирования проектов (за счет продажи акций) приводит к положительным эффектам и имеет далеко идущие социальные последствия.

В большинстве стран, в том числе в Узбекистане, со стороны акционерных обществ, как правило, осуществляется необходимое раскрытие информации при регистрации новых акций, что может быть нежелательно для менеджмента (именно поэтому и установлено обязательное раскрытие информации в данной процедуре). Отсюда мы можем сделать вывод, что, используя внутренние источники финансирования, менеджмент, конечно, может избежать раскрытия информации при регистрации. Этот выбор был бы в их пользу, но только при отсутствии какой-либо другой альтернативы для раскрытия информации. Значит, чем качественнее систематическое обязательное раскрытие информации, тем больше шансов для привлечения внешних источников финансирования.

В свою очередь, внешнее финансирование положительно влияет на корпоративное управление, так как заставляет менеджеров быть дисциплинированными при выборе инвестиционных решений, подчиняться условиям рынка<sup>6</sup>. Как показывает изучение имеющегося материала, выбор компаниями внутренних источников финансирования вместо внешних отрицательно влияет на экономический рост страны и производительность труда<sup>7</sup>. Именно этим для нас объясняется рост количества недружественных поглощений в 80-х XXв. в США, что частично решило проблему неоптимальных инвестиционных проектов, финансируемых за счет внутренних средств. Однако подобный механизм решения данной проблемы является очень дорогостоящим в отличие от качественного решения этого вопроса посредством обязательного раскрытия информации.

Как утверждает проф. Л.Ловенштайн, раскрытие информации может улучшить качество менеджмента, ибо он сможет лучше понять истинное положение вещей<sup>8</sup>. Если от менеджмента требуется раскрытие информации о деятельности компании, то он начинает собирать и анализировать различную информацию, чего, скорее всего, он не стал бы делать в другом случае. Это, в свою очередь, улучшает и осведомленность менеджмента о собственных ошибках, что, в конечном итоге, отражается на благосос-

<sup>1</sup> Компенсация менеджмента на основе цен акции способствует объединению интересов менеджмента с интересами акционеров. См.: Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy. CEO Incentives - it's not how much you Pay, but how? // Harv. Bus. Rev. - 1990. - May-June. -P.138. Критическое рассмотрение литературы по компенсации менеджмента на основе цен акций см.: Merritt B. Fox. Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b) // Mich. L. Rev. - 1994. - №92. - P.2088, 2096-2106.

<sup>2</sup> Трудовая компенсация на основе цен акций является единственным источником доходов менеджеров, что, на наш взгляд, также должно создать больше стимулов у менеджмента получить подобную компенсацию.

<sup>3</sup> См.: Randall Kroszner. Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression // Presentation at the University of Michigan Department of Economics History Seminar. - October 8, 1996. <http://www.ssrn.com>

<sup>4</sup> Некоторые финансовые теоретики утверждают, что не может быть оптимального баланса между акционерным и долговым капиталом. См. подробнее: Franco Modigliani & Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Am. Econ. Rev. - 1958. - №48. - P.261; Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. - Chicago: Chicago Press, 1996. - P.447-466.

<sup>5</sup> См.: Merritt B. Fox. Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy. - Michigan, 1987. - P.282-287.

<sup>6</sup> См.: Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // Am. Econ. Rev. - 1984. - №74. - P.650, 654; Merritt B. Fox. Op. cit. - P.132-140.

<sup>7</sup> См.: Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity. - 1961; William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm // Rev. Econ. & Stat. - 1970. - №52. - P.345; Merritt B. Fox. Op. cit. - P.233-237.

<sup>8</sup> См.: Louis Lowenstein. Op. cit. - P.1342.



тоянии акционеров.

Вместе с тем подчеркнем, что процесс раскрытия информации имеет и отрицательный характер, так как отражается на увеличении затрат. В зависимости от различий в структуре управления, в большинстве стран существуют различия в уровне требования раскрытия информации со стороны эмитентов. Решения, принимаемые в открытых акционерных обществах, являются результатом как внутренней структуры принятия решений, так и внешней среды, которая предоставляет средства для существования этой внутренней структуры. Внутренняя структура принятия решений формируется за счет комбинации права юрисдикции эмитента и традиционных предпринимательских обычаев соответствующей страны<sup>1</sup>. Внешними факторами выступают концентрация акционерного капитала, особенности каждого конкретного блока акций, правила, по которым эти владельцы осуществляют свои права голоса, а также взаимодействуют с другими акционерами, доступность финансирования, внутреннего или внешнего, и др.

В литературе мы находим материалы по сравнительному анализу корпоративного управления между такими странами, как США и Канада, с одной стороны, Япония и Германия, - с другой, Великобритания, - с третьей<sup>2</sup>. В этих странах, как показывают исследования многих авторов<sup>3</sup>, существуют различия в значении раскрытия информации. Например, в США голоса акций менее концентрированы, и институциональные инвесторы имеют меньше стимулов использовать их право голоса, чтобы повлиять на корпоративные решения. В США, Великобритании и Канаде соотношение акции/долг меньше, и компании более склонны к акционерному финансированию, особенно в новых компаниях, стремящихся реализовать крупные проекты<sup>4</sup>. И, наоборот, в Германии и Японии институциональные инвесторы играют большую роль при мониторинге менеджеров и поиске внешних источников финансирования, особенно долговых.

Отсюда мы усматриваем, что оптимальный уровень раскрытия информации для американских инвесторов выше, чем для японских и немецких. В США институциональные инвесторы меньше занимаются мониторингом за принятием и исполнением решений руководством компании и, соответственно, собирают и анализируют меньше информации. При этом затраты американских инвесторов больше идут на недружественные поглощения и компенсации менеджмента в зависимости от цены акций. Причем и поглощения, и компенсации вызываются раскрытием публичной информации. Требование раскрытия информации способствует более точному определению цены акций, и вновь возникающие акционерные общества могут надеяться на дополнительное финансирование из фондового рынка<sup>5</sup>. В результате в США и Канаде требуется наи-

более высокий уровень раскрытия информации, тогда как в Японии и Германии - наименьший. Великобритания расположена где-то между ними. Например, согласно исследованиям Европейского института корпоративного управления, именуемым "Контроль корпоративной Европы", контроль многих корпораций в некоторых континентальных европейских странах (включая Австрию, Бельгию, Германию, Италию) высоко концентрирован. Такой контроль осуществляется за индивидуальными держателями блоков акций, владеющих более чем 50% прав голоса во многих корпорациях. Отметим, что эта ситуация представляет сильный контраст с Великобританией, где большинство публичных компаний не обладают блоками акций, дающими владельцам более чем 10% голосующих прав, и в США, где большинство компаний не имеют держателей блоков акций более чем 6% голосующих прав<sup>6</sup>.

Однако, как показывает изучение иностранной литературы, в последние годы как структура рынка капитала в континентальной Европе, так и акционерная структура крупнейших корпораций претерпели сильные изменения, что приближает их к рынкам США и Великобритании. В настоящее время основными причинами таких изменений являются:

- приватизация большинства государственных компаний;
- глобализация потребностей в капитале и приток капитала (глобальные инвестиционные стратегии). Эта тенденция ускорена действиями Европейского Союза по созданию единого рынка капитала в Европе и гармонизацией регулирования рынка ценных бумаг и правил отчетности во всем мире;
- возникновение нового статуса для инвесторов путем улучшения процедур защиты инвесторов, достижений в информационных технологиях и развития сектора услуг, обеспечивающего удовлетворение заемщиков капиталами<sup>7</sup>.

Все эти моменты требуют глубокого изучения нашими специалистами и творческого учета законодателей и предпринимательских структур Узбекистана.

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

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

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

<sup>4</sup> См.: Browne F.X. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations//Applied Econ. - 1994. - №26. - P.485, 488.

<sup>5</sup> Б.Блек и Р.Гильсон показывают, что доступность предпринимательского капитала для начинающих фирм в большой мере достигается посредством предлагаемого проспекта первичной эмиссии ценных бумаг в США. См. подробнее: Bernard S. Black & Ronald J. Gilson. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // J. Fin. Econ. - 1998. - №47. - P.243, 246-264. Этим они объяс-

няют легкую доступность в США предпринимательского капитала.

<sup>6</sup> См.: Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. - 1998. - P.2; ссылка на источник: The Control of Corporate Europe / Barca&Becht (eds.). - 2001. <http://www.ssm.com>

<sup>7</sup> См.: там же.