

Міністерство вищої освіти України
Київський державний університет ім. Т.Г.Шевченка

на правах рукопису

Паламарчук Сергій Михайлович

Захист інтересів інвесторів закритих
корпорацій за правом США

Спеціальність І2.00.03 - цивільне право; сімейне право;
цивільний процес; міжнародне
приватне право

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т
дисертації на здобуття вченого ступеня
кандидата юридичних наук

Київ - 1993

Дисертацію виконано на кафедрі цивільного та трудового права
Київського державного університету ім. Т.Г.Шевченка

Науковий керівник : - доктор юридичних наук,
професор О.А.Підпригора

Офіційні опоненти : - доктор юридичних наук,
професор О.А.Пушкін
(Харківський інститут
внутрішніх справ)

- кандидат юридичних наук,
доцент А.С.Довгерт
(Київський інститут
міжнародних відносин)

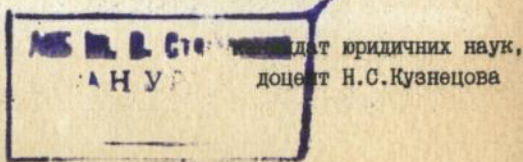
Ведуча організація : - Львівський державний
університет

Захист дисертації відбудеться 23 лютого 1993 р. о 14 годині на
засіданні спеціалізованої ради Д.068.18.17. при Київському державному
університеті ім. Т.Г.Шевченка за адресою 252601, м. Київ, вул.
Володимирська, 64.

З дисертацією можна ознайомитись в науковій бібліотеці Київського
держуніверситету ім. Т.Г. Шевченка.

Автореферат розіслано "___" _____ 1993 р.

Вчений секретар
спеціалізованої ради



ЛНБ України ім. В. Стефаніка
00814552 (P)

Міністерство вищої освіти України
Київський державний університет ім. Т.Г.Шевченка

на правах рукопису

Паламарчук Сергій Михайлович

Захист інтересів інвесторів закритих
корпорацій за правом США

Спеціальність І2.00.03 - цивільне право; сімейне право;
цивільний процес; міжнародне
приватне право

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т
дисертації на здобуття вченого ступеня
кандидата юридичних наук

Київ - 1993

Актуальність теми. Сьогодні поза світовим господарством, яке дедалі більше набуває рис єдиного організму, не може нормально функціонувати жодне суспільство, жодна держава в світі, на якому б рівні розвитку вона не перебувала. Це ставить на порядок денний активне включення національних економік в світогосподарські процеси. Не є виключенням й Україна. Здобувши незалежність, а отже й можливість формувати власну економічну політику на основі принципів демократії, свободи, підприємливості та відкритості для інтеграції у світове співтовариство, Україна зіткнулась з величезними труднощами. Вони зв'язані з необхідністю одночасно розбудувати сучасну державу з усіма відповідними інститутами, а також створити основи ринкової економіки шляхом поступового здійснення певних реформ. Означені перетворення потребують серйозного всебічного забезпечення. І насамперед це стосується необхідності створення раціональної, апробованої і ретельно виваженої власної правової системи. Сьогодні Україна робить перші кроки на шляху до створення такої системи. При цьому законодавці спираються не лише на власні доробки, а й на світовий досвід. Дане дисертаційне дослідження є спробою вивчення такого досвіду.

Конфлікти інтересів між контролюючими і неконтролюючими акціонерами в корпораціях завжди були й лишаються нині найбільш серйозною проблемою корпоративного права. Ці конфлікти лежать в основі майже всіх судових справ, де сторонами виступають акціонери закритих фірм. Такі суперечки вирішуються під рубрикою фідучіарних обов'язків, тобто з'ясовується, до якої межі поширюються вимоги закону про те, що контролююча сторона, вступаючи в різного роду угоди, враховує інтереси позбавлених

контролю акціонерів та ділиться з ними отриманим в результаті угоди прибутком. В дисертації подається аналіз розв'язання цього питання доктриною корпоративного права США.

Дисертаційна робота написана не в порівняльному плані, а тому безпосереднього виходу на українське законодавство вона не має. Але теоретичний і практичний потенціал роботи є безперечно дуже важливими, оскільки аналіз основних інститутів корпоративного права США, що подається в роботі, зроблено в межах середовища походження цих інститутів. Такий підхід дав автору можливість без викривлень дослідити сутність інститутів американського корпоративного права, що відкриває шлях до їх ефективного сприйняття правовою системою України.

Поданий в роботі порівняльний аналіз законодавства, літератури і судової практики щодо захисту інтересів інвесторів закритих корпорацій дозволив узагальнити пропоновані теорією корпоративного права і практикою його застосування підходи до розв'язання цієї проблеми, уточнити природу норм корпоративного права, а також природу самого корпоративного об'єднання.

Обраний підхід дав можливість розкрити весь комплекс відносин між різними учасниками корпорації; висвітлити сутність конфліктів інтересів між менеджерами та інвесторами, з одного боку, і між контролюючими і неконтролюючими інвесторами, з іншого боку; показати вплив норм корпоративного права і економічних відносин всередині корпорацій на структуру створюваних в цих корпораціях управлінських механізмів, а також вплив означених механізмів на ступінь конфлікту інтересів; проаналізувати перспективні шляхи розвитку законодавства щодо корпорацій.

Вибір теми продиктований не лише актуальністю проблем, а й

абсолютною відсутністю відповідних вітчизняних теоретичних досліджень.

Ціль дисертації полягає в тому, щоб на основі нормативних актів, судових прецедентів та теоретичних досліджень всебічно проаналізувати процес правового регулювання відносин в царині захисту інтересів інвесторів, розкрити суть такого регулювання і прослідкувати ефективність застосування його механізмів. З цією метою дисертант визначив таке коло питань, що розглядаються в дослідженні:

- окреслити структуру різних видів норм корпоративного права та їхній вплив на формування механізмів управління корпорацією;
- розмежувати різні види корпоративних утворень та обґрунтувати підстави такого розмежування;
- визначити зміст взаємовідносин між різними учасниками корпоративних об'єднань;
- визначити зміст різних видів конфліктних ситуацій, що виникають всередині корпорацій;
- встановити вплив ліквідності інвестицій на структуру управлінських механізмів корпорацій, а також вплив останніх на ступінь конфлікту інтересів учасників;
- з'ясувати роль корпоративного права в регулюванні конфліктів інтересів учасників корпоративного контракту.

Методологічні та теоретичні основи дисертації. При вивченні матеріалів та написанні роботи автор керувався науковою методологією. Дослідження окреслених проблем проведено на засадах системного підходу за допомогою порівняльного, структурно-функціонального та інших методів аналізу.

При опрацюванні теми автор використовував теоретичні

дослідження, відповідні нормативні матеріали (у тому числі федеральне законодавство США та законодавство окремих штатів). Дисертація також містить аналіз найбільш відомих судових справ, що розглядалися судами різних інстанцій в період з 1890 по 1985 р.р. і оцінку впливу рішень судів з означених справ на розвиток загальної теорії корпоративного права.

Велику допомогу автору надали роботи провідних американських юристів: Абрахамсона, Бредлі, Бродлі, Дженкінса, Ейзенберга, Кар'яли, Коффі, Поснера, Хенна, Хесерінгтона та багатьох інших дослідників.

Ступінь новизни результатів, одержаних автором. Найважливішим здобутком дисертації є дослідження природи корпорації з погляду взаємин її учасників. Відповідно сформульовано ряд оригінальних висновків. Зокрема відносно того, що корпорація є ні чим іншим, як набором взаємозв'язаних контрактів між корпорацією та її учасниками, між самими учасниками, між корпорацією та кредиторами тощо. Звідси випливає, що корпоративне право має підтримувати умови, обрані інвесторами при укладенні контрактів, а не підмінювати їх.

Іншими основними висновками є:

- управлінські механізми різних видів корпорацій є однаково ефективними, оскільки самі ці корпорації дають однаковий рівень повернення на інвестований капітал;

- хоч законодавство містить велику кількість імперативних норм, розрахованих на регулювання незбігу інтересів менеджерів та інвесторів, рішення менеджерів практично ніколи не ревізуються судами;

- здатність корпорації залучати капітали залежить від

здатності учасників корпорації встановлювати структуру управління, що найбільше відповідає цілям підвищення їх добробуту;

- основний недолік закритих корпорацій полягає в неліквідності їхніх капіталів, що обумовлює потенційну можливість конфліктних ситуацій;

- в основі взаємин інвесторів корпорацій лежать довгострокові контракти, що характеризуються необхідністю попередньої адресації проблем, вірогідність виникнення яких в майбутньому є невизначеною;

- кількість конфліктних ситуацій обернено пропорційна вартості механізмів їх розв'язання.

Практичне значення дослідження. Висновки, що містяться в дисертації, можуть бути використані в процесі подальших наукових досліджень, в правотворчій діяльності державних органів (наприклад, при внесенні змін і доповнень до Закону України "Про господарські товариства" та ін.), а також в навчальних цілях.

Основні положення і висновки роботи відображено в курсі лекцій з міжнародного приватного права, який викладає дисертант на юридичному факультеті Київського державного університету. Результати дослідження доповідались на засіданнях кафедри цивільного і трудового права.

Структура і зміст роботи

Структура дисертації визначається основною метою дослідження і змістом проблем, що розглядаються. Робота складається із вступу, трьох глав, післяслова та списку використаної літератури.

У вступі обґрунтовується вибір та актуальність теми дисертації, визначаються її ціль та завдання, викладаються методологічні та теоретичні основи, подається характеристика наукової новизни та практичного значення дослідження.

У главі I "Структура корпоративного права" розглядається структура права, що регламентує правове становище корпорацій та їх учасників, виходячи з природи норм права у цій сфері. Ми аналізуємо, які норми (! чому саме вони) встановлюються державою, а які залишаються на розсуд "діючих осіб та виконавців".

Корпорація - це об'єднання осіб і капіталів у підприємство, що має на меті одержання прибутку і зорганізоване відповідно до певних норм права. Більша частина тих норм визначається в односторонньому порядку органами чи посадовими особами корпорації. Інші норми диктуються законами ринку, визначаються контрактами чи іншою формою угоди або встановлюються безпосередньо правом.

Ми розглядаємо правові норми, що найбільше зв'язані з внутрішньою організацією корпорації та поведінкою всіх її учасників. З погляду форми такі норми можна поділити на три категорії: дозвільні, диспозитивні та імперативні.

Ми відокремлюємо нормативні принципи, що визначають, які з правових норм, покликаних регулювати внутрішню організацію корпорації й поведінку посадових осіб корпорації, повинні бути дозвільними чи диспозитивними, а які - імперативними. На практиці встановлення названих принципів передусім залежить від змісту правової норми і виду корпорації. Під останнім в наших цілях ми виділяємо закриті корпорації ("closed corporations") і акціонерні товариства ("publicly held corporations"). З погляду змісту ми

розрізняємо норми структурні, дистрибуційні та фідучіарні.

Об'єднавши всі три останні види норм, далі ми іменуємо їх конститутивними. Назване поняття включає як норми, встановлені державою (норми права), так і норми, встановлені приватними особами (внутрішні норми корпорації).

Для закритих корпорацій є характерною відносно невелика кількість акціонерів, при цьому значна частина з них або бере участь в управлінні корпорацією, або безпосередньо керує управлінням цієї корпорації. Конститутивні норми в таких корпораціях найчастіше визначаються угодою.

В закритих корпораціях акціонери на основі угод встановлюють принаймні частину структурних і дистрибуційних норм. Загальний принцип права в данному випадку полягає в тому, що така угода за звичайних обставин визнається законною і сторони зобов'язані неухильно виконувати її умови незалежно від "справедливості" тих умов ("bargain principle"). Тут під справедливістю мається на увазі, що умови угоди можуть бути вигіднішими для однієї сторони і менш вигідними для іншої або ж вони можуть бути невідповідними обоєм сторонам.

Принцип неухильного додержання умов угоди ґрунтується на тій підставі, що повністю поінформована сторона здатна найточніше оцінити власну вигоду. Якщо сторона недостатньо інформована для розуміння прихованого змісту угоди, названий вище принцип звичайно втрачає сенс.

Ця проблема найяскравіше виявляється в угодах про закриті корпорації. Контрактуючі сторони практично позбавлені можливості адекватно оцінити майбутні прибутки (і витрати) від довгострокової угоди, оскільки уявлення сторін відносно

майбутнього на момент укладення контракту досить обмежені. Крім всього іншого, в природі самої корпорації закладено форму діяльності, в якій істотну роль відіграє невизначеність.

Справа в тому, що передбачити майбутні події, а тим більше їхній вплив на підприємство досить важко. Користуючись цим, опортуністично настроєний акціонер, що контролює один або кілька аспектів діяльності закритої корпорації, завжди може при бажанні знайти шляхи використання (з вигодою для себе і на шкоду іншим учасникам відносин), встановлених контрактом структурних і дистрибуційних правил, які під час укладення контракту здавалися повними і справедливими. З цього випливає висновок, що правові норми, які визначають структурні і дистрибуційні елементи закритих корпорацій, повинні бути дозвільними і диспозитивними, але при цьому корпоративне право має також містити імперативні норми, що уповноважують суди змінювати структурні чи дистрибуційні умови угод у випадках, коли це необхідно для попередження опортунізму і захисту можливих чесних очікувань сторін.

Саме на такій позиції і стоїть корпоративне право США. Її підтримують і законодавці, і суди. Законодавство деяких штатів при цьому йде шляхом простого обмеження строку, на який укладаються подібні угоди. Найчастіше такі обмеження діють щодо "об'єднань для голосування" ("voting trusts"). Сьогодні норми, що передбачають обмеження строку, на який можуть укладатися угоди акціонерів, містяться в законодавстві про корпорації кількох найбільш популярних штатів Інкорпорації.

До речі, в цьому питанні можна спостерігати і більш широкий підхід. Його відображено як в деяких нормативних актах, так і в

судових справах. Останні передбачають можливість судового втручання у випадку, коли додержання умов, встановлених структурними і дистрибуційними нормами угод порушують очікування сторін. Прецедентне право, розв'язуючи цю проблему, послуговується фідуціарними принципами.

Під акціонерними товариствами тут і далі маються на увазі корпорації, що об'єднують значну кількість акціонерів, більшість яких не бере участі в управлінні корпорацією і не здійснює безпосереднього керівництва цим управлінням. Тут практично неможливо встановлення норм поведінки шляхом укладення угод між акціонерами, а тому більша частина конститутивних правил визначається не контрактом, а правом, або самими управляючими.

В названих корпораціях принципи, що визначають, які правові норми повинні бути дозвільними чи диспозитивними, а які -- імперативними, більше залежать від правових приписів та від розпоряджень управлінських органів корпорації, ніж від контракту. Сила і межі рівних форм розпоряджень управлінських органів в акціонерних товариствах, в свою чергу, багато в чому залежать від потенційної користі ("self-interest") вищих управлінців таких корпорацій і від того, наскільки їхня корислива поведінка контролюється ринковим механізмом.

Інтереси акціонерів і управляючих в акціонерних товариствах багато в чому збігаються. Ідеальна схема: якщо задоволені акціонери, то задоволені й управляючі (менеджери). Проте можливі випадки, коли інтереси акціонерів і менеджерів вступають в конфлікт.

У другій главі акцентується увага на природі відносин між учасниками корпорацій і на тому, як ці відносини закріплюються в

угодах, що їх укладають між собою учасники.

Описуючи структуру корпоративного права, ми, слідом за теоретичною та громадською думкою, що протягом тривалого часу превалювала в США, виходили з того, що контроль в них належить управляючим і використовують вони його виключно для експлуатації інвесторів і споживачів. З цього з необхідністю випливав і припис: корпорації об'єктивно потребують певної форми громадського контролю. Цей контроль може полягати в регулюванні виробництва продукції і цін, або в контролі з допомогою імперативних норм корпоративного права (порядок голосування, межі поведінки менеджерів щодо інвесторів та споживачів тощо).

Аргументи прості. У більшості великих корпорацій - фірм, де інвестиційні інструменти можуть бути предметом вільної купівлі-продажу, кожному інвестору належить лише невелика частка, порівняно з розмірами всього підприємства. Інвестор, таким чином, є "безпорадним". Управляючі ж знають справжній стан справ у фірмі і можуть приховати від інвесторів будь-яку інформацію. В результаті менеджери одержують можливість привласнити доходи фірми. Таке привласнення, звичайно, може бути й незначним, але воно існує. Навіть у випадку, коли менеджери не привласнюють чужого, зберігається потенційна можливість поганого виконання ними своїх обов'язків. Інвесторів може захистити лише певне регулювання, навіть якщо воно ґрунтується не на принципах вільного контрагування (статут корпорації в кращому випадку є лише контрактом), а на усвідомленні того, що це регулювання не заходить "занадто далеко". Отже, в дискусії про те, чи слід дозволити публічній корпорації випускати неголосуючі акції, більшість теоретиків вважає, що не слід, оскільки це робить

менеджерів ще недоступнішими для публічного контролю. І питання полягає лише в тому, чи не обмежує пряма заборона (на противагу суворому регулюванню) здатності фірми залучати капітал.

Хоча навколо питань про необхідність регулювання точиться занадто багато дискусій, корпоративне право розробило свій підхід до цієї проблеми. Корпоративне законодавство майже всіх штатів містить дозвільні норми. Воно дозволяє менеджерам та інвесторам самим встановлювати для себе правила та системи управління без їх ретельного дослідження владами і без ефективного обмеження дозвільних методів корпоративного управління. Слід зазначити, що рішення менеджерів майже ніколи не ревізуються. Суди застосовують доктрину "права ділового рішення", тактику "руки-геть", яку вони ніколи б не застосували до рішень адміністративних чи інших органів (офіційні представники яких не мають прямої матеріальної вигоди від своїх рішень і тому напевне є незалежними і здатними протистояти тискові, що спрямовує інтереси менеджерів в розріз з інтересами інвесторів).

Чому корпоративне право дозволяє менеджерам самим встановлювати норми, на підставі яких вони управлятимуть капіталом корпорації? Чому суди надають більше свободи менеджерам, які мають власну заінтересованість, ніж стороннім (а отже й об'єктивнішим особам)? Чому інвестори довіряють такі величезні суми менеджерам, поведінка яких не регламентується правом? Відповідь знаходимо в економічній природі корпоративного права. Корпорацію можна уявити як складний набір контрактів (прямо виражених і таких, що маються на увазі), а корпоративне право дозволяє учасникам вибрати з них необхідні і такі, що найбільше підходять для розв'язання тих чи інших конкретних

ситуації. Жодний з цих наборів не буде найкращим в усіх життєвих випадках; звідси й "дозвільна" структура корпоративного права.

Хоч менеджери й мають власну заінтересованість, заінтересованість ця може поєднуватися (а не йти врозріз) з інтересами інвесторів шляхом автоматичних механізмів, які позбавлені змісту тоді, коли контролююча сторона є "незаінтересованою". Це й пояснює надання менеджерам більшого ступеня свободи, ніж стороннім "незаінтересованим" особам. Звичайно контролююча сторона не володіє абсолютною свободою і значна частина норм корпоративного права має на меті не допустити злиття інтересів менеджерів і інвесторів.

Будь-яка економічна діяльність є взаємодією реальних людей. В даному випадку така взаємодія створює корпоративну форму. Це надзвичайно цікаве явище само по собі.

Наше уявлення про корпорації (і корпоративне право) залежить від усвідомлення того, яким чином інвестори, службовці та інші учасники приходять до участі в підприємстві. Адже, корпорації не з'являються одразу з повним набором менеджерів, службовців, управляючих.

Менеджери і інвестори не з'являються раптово, прокинувшись такими вранці. Вони добре уявляють свої ролі і усвідомлюють свої дії. Інвестори віддають свої гроші за власним бажанням, вкладаючи їх в акції (а не в інші цінні папери, або в банки, землю, золото), оскільки вважають повернення на капітал в цьому випадку більш привабливим. Менеджери посідають свої посади в результаті тривалої і впертої конкурентної боротьби з іншими претендентами. В цьому беруть участь всі заінтересовані особи. Створюються фірми. Спочатку вони невеликі за розміром, а пізніше розростаються. Вони

зобов'язані заохочувати споживачів і інвесторів, обіцяючи і виплачуючи їм те, чого ті варті. Корпорації, які діють інакше, не зможуть вижити. Коли ми зустрічаємо величезну могутню фірму, то бачимо лише результат успіху в задоволенні інтересів споживачів та інвесторів.

Перед управляючими передусім постає питання: що саме обіцяти; а далі: як переконати інвесторів в обґрунтованості обіцянок. Адже пусті обіцянки нічого не варті. Відповідь на перше питання залежить від обраного шляху подолання конфлікту інтересів, а на друге - від обраних юридичних і автоматичних (економічних, ринкових) важелів. Чим більшим ступенем автоматизму характеризуватиметься той чи інший механізм, тим більше гарантій, що інвестори повірять обіцянкам.

Які ж обіцянки менеджерів є найпривабливішими для інвесторів, які з них здатні спонукати останніх передати інвесторам найбільші суми грошей? Жоден набір обіцянок не є придатним завжди і для всіх фірм. Хіба може, наприклад, структура управління, найдоцільніша для малої фірми, бути з успіхом застосована на Дженерал Моторс? Взагалі, то непевна справа - заявляти, що та чи інша структура є кращою, найкращою чи зовсім нікому не потрібною. Можна, проте, сгрупувати найхарактерніші обіцянки, до яких вдаються менеджери в конкурентній боротьбі за інвестиції.

Обіцянки управляючих фіксуються в установчих документах (статуті) та цінних паперах (при їх випуску). Обіцянки кредиторам містяться в контрактах і стосуються ризикованості підприємства, схеми розподілу доходів, ступеня свободи управляючих. Вони є вигідними і для інвесторів, і для кредиторів.

Заінтересовані підприємці і управляючі так само, як і інвестори, спонукаються до пошуку механізмів максимізації доходів. Без цього цінні папери корпорації знецінюються. Звичайно, відхилення від оптимального варіанту можуть мати місце в будь-якій фірмі. Проте досвід діяльності тисяч фірм протягом десятків років дає змогу визначити певні тенденції. Фірми, чи менеджери обирають варіанти, що більше подобаються інвесторам, матимуть більший успіх порівняно з іншими фірмами. Те, що є оптимальним для фірм та інвесторів, зрештою буде оптимальним і для суспільства.

Важливо чітко розрізнати окремі угоди і структуру управління. Витрати на користування ринком капіталів і ринком управляючих є значними, так само, як значними є витрати на користування будь-якими іншими методами врегулювання конфлікту інтересів. Правова система, яка коштує дорого, не застосовується доти, поки немає прямих доказів неправильної поведінки; якщо очікуване покарання (санкція, помножена на вірогідність її застосування) обране правильно, норма порушуватиметься відносно рідко, а, відповідно, вартість всієї системи буде низькою. Регулятивна система (що вимагає попереднього ретельного вивчення кожного окремого випадку) характеризується високою вартістю свого застосування. Таких витрат не можна уникнути навіть там, де ризик порушення норми є невеликим.

Ринки, що дозволяють конкретним епізодам порушень залишатись непоміченими, або законодавчі системи, які використовують страхання, а не структурні зміни для регулювання витрат управління, швидше за все виявляться дуже ефективними в прийнятті рішень щодо вибору оптимальної управлінської структури. Останні

є загальнодоступними для вивчення, на відміну від діяльності, яку вони покликані контролювати. Витрати на одержання інформації про управлінську структуру фірми є невеликими. Фірми і команди менеджерів можуть конкурувати між собою протягом тривалого часу у виробленні оптимальних структур управління і розробці системи санкцій за посадові злочини. Немає жодних істотних перешкод для такого процесу на рівні управлінської структури. Саме ці сили, що діють тривалий час, здатні вдосконалювати структуру. В результаті з'являються контрактні обіцянки і фідучіарні правила.

Угоди між особами, що складають корпорацію, залежать від контрактів і позитивного права, а не від корпоративного права і належного корпорації статусу юридичної особи. Звернення до корпорації як до юридичної особи не дозволяє дістатися суті взаємозв'язку між її учасниками. Тому ми говоримо про корпорації як про "зв'язок контрактів", прямо виражених і таких, що мають на увазі. Такий погляд на корпорацію, звичайно, є лише спрощеним уявленням про той комплекс різного роду угод, який виробляють особи, що добровільно асоціюються в корпорацію. Проте означений підхід дозволяє завжди пам'ятати, що корпорація - добровільне підприємство, і що необхідно ретельно аналізувати умови, про які домовились її учасники.

Угоди, що виникають таким чином, істотно відрізняються одна від одної, що сприяє збільшенню видів здійснюваної в середині корпорації економічної діяльності.

Спосіб ведення справ, здійснення контролю за витратами на представництво, залучення засобів і винагород інвесторів змінюється не лише від фірми до фірми, а й час від часу і всередині самої фірми. Структура, що влаштовує динамічну,



зростаючу фірму, якою була у 1965 р. "Ксерокс" була б непринятною для Дженерал Моторз у 1965 р. (або й для самої "Ксерокс" у 1993 р.). Учасники підприємства повинні бути здатними встановити структуру, що найбільше відповідає завданням підвищення їхнього добробуту. Сторонні особи навряд чи зможуть прописати рецепт, який би згодився всім корпораціям або хоча б одній фірмі на весь строк її існування. Історія корпорацій свідчить: фірми, що не зуміли чи не встигли пристосувати свої структури до умов, які змінилися, були переможені конкурентами. Вихід для корпорації полягає в розробці такого статуту, який максимально спрощував би внесення до нього змін і доповнень. Це одна з причин, що спонукає приймати закони, які контролюють процеси, а не структури.

Визнавши, що складний комплекс відносин між багатьма добровільними учасниками може адаптуватися, ми визнаємо, що він є контрактним. Отже можна розглядати корпорацію як набір контрактів. Добровільні угоди є контрактами. Деякі з них можуть укладатися за столом переговорів, а деякі - бути комплексом умов, встановлюваних менеджерами або інвесторами. Умови можна прийняти, або не прийняти. Процес переговорів зводиться іноді лише до визначення взаємоприйнятної ціни. Деякі є фіксованими і приймаються або не приймаються лише в цілому, включаючи й ціну, наприклад, при купівлі на ринку цінних паперів. Деякі можуть встановлюватися судами або законодавцями, що намагаються виробити умови, до яких би приймали сторони, якщо вирішили дану конкретну проблему шляхом переговорів. Навіть якщо умови є неприйнятними (наприклад, щоб рішення ради директорів приймалися лише тоді, коли за них проголосує більшість від кількості присутніх на

засіданні директорів) угоди є контрактними в тому розумінні, що призводять до появи компенсуючих добровільних угод.

Акцентуючи увагу на контрактних угодах, ми не вправі залишити поза межами дослідження таке важливе питання, як едатність сторін, що вступили в контрактні відносини, підтримувати протягом тривалого часу близькі, гармонійні взаємини. Адже саме цього прагнуть, на це сподіваються особи, які вирішили інвестувати кошти в закриті корпорації. Принаймні вони очікують, що протягом часу існування фірми всі її акціонери будуть однодумцями в питаннях, які стосуються діяльності фірми.

Оскільки в цьому, як і в багатьох інших важливих аспектах діяльності, закриті корпорації є функціональним еквівалентом товариства, ми проводимо аналогію між закритою корпорацією і товариством. Обидві форми здійснення бізнесу характеризуються наявністю організаційної структури, що працює найефективніше тоді, коли всі члени організації володіють ідентичною інформацією і мають ідентичні інтереси. За таких ідеальних умов кожен учасник, голосуючи в своїх власних інтересах, голосуватиме за загальний курс, що відповідає інтересам всіх інших учасників. Закриті корпорації та товариства майже наближаються до цього ідеалу.

Проте виникнення суперечностей між сторонами є не лише ймовірним, а досить реальним явищем. Наслідки цих суперечностей бувають різними, залежно від типу фірми (закрита корпорація чи товариство), а отже від умов, на яких фірма може бути ліквідована. Звідси загальний висновок: чим вищою є ліквідність інвестиції, тим меншою буде можливість того, що одна сторона отримуватиме вигоду із стратегічної переваги над іншою стороною.

Ступінь експлуатаційних можливостей залежить від управлінської структури конкретної фірми.

Найбільші можливості для експлуатації виникають в закритих корпораціях, де право контролю належить лише одній із сторін. Так, контролююча сторона, або більшість, має можливість експлуатувати меншість. Експлуатаційна влада більшості виникає у випадку здійснення традиційних управлінських функцій в умовах, коли меншість страждає від повної і майже безмежної в часі втрати ліквідності інвестицій. В закритих корпораціях більшість здатна в будь-який момент привласнити капітал меншості.

На нашу думку проблема експлуатації безпосередньо зв'язана з неліквідністю. Саме з цієї причини її не можна розв'язати ні з допомогою попередньої угоди, ні завдяки наступному притягненню до відповідальності за порушення фідучіарних обов'язків. Сучасне право намагається враховувати неадекватність вказаних підходів і пропонує два спеціальних виходи для розв'язання проблем неліквідності і експлуатації:

а) примусова ліквідація; б) призначення опікунів, тимчасових директорів або встановлення безпосереднього судового нагляду (альтернативи ліквідації).

Обидва названі варіанти, на нашу думку, не є ефективними. До того ж вони вимагають значних витрат, а, виходячи з таких понять як рівність і справедливість, необхідно забезпечити такі умови, щоб меншість мала змогу вилучити свої інвестиції в будь-який час.

З погляду неконтролюючих акціонерів, що бажають ліквідувати свою інвестицію, закони про судову ліквідацію є незадовільними з кількох причин.

По-перше, вони не враховують багато мотивів, що можуть

спонукати акціонера поставити питання про ліквідацію Інвестиції. Тому такі закони в кращому випадку лише частково розв'язують проблеми ліквідності.

По-друге, навіть за наявності вказаних в нормі права підстав, акціонер не може бути переконаним в позитивному розв'язанні справи судом. В Примірному Законі про Корпорації, наприклад, лише безвихідна ситуація при голосуванні акціонерів є підставою для ліквідації.

Призначення опікунів, тимчасових директорів або встановлення безпосереднього судового нагляду за корпорацією також не є адекватним забезпеченням захисту інтересів інвесторів.

Третя глава присвячена питанням впливу економічної природи відносин між учасниками корпорацій на структуру створюваних в цих корпораціях механізмів управління, покликаних регулювати конфлікти інтересів між учасниками.

Оскільки у закритих корпораціях основні інвестори фірми є одночасно її управляючими, то нерідко виникає необхідність обмежити можливість злиття часток учасників. Такі обмеження збільшують вірогідність сумлінної поведінки управляючих.

Слід зауважити: якщо одні й ті самі люди є управляючими і одночасно несуть ризик як інвестори, фірма втрачає переваги спеціалізації функцій.

Основний недолік закритої корпорації - відсутність спеціалізації - є одночасно і її основною перевагою. Адже тут кількість учасників є невеликою і одні й ті самі особи є одночасно і управляючими, і інвесторами, тобто кожен з них має незрівнянно більше шансів переконатися: те, що добре для нього, добре і для фірми, і для інших учасників. При рівнозначності інших умов,

управляючі, що володіють значною часткою у фірмі, віддаватимуть роботі в ній більше сил, ніж управляючі, що володіють меншою часткою. Крім того, відносно невелика кількість учасників закритої корпорації спрямовує контрактну діяльність на зменшення агентських проблем.

З іншого боку, інвестори закритих корпорацій не мають вторинного ринку для своїх часток, це породжує певні труднощі. Деякі дослідники вважають, що саме в цьому полягає виключний ризик експлуатації. Оскільки неконтролюючі акціонери не можуть вільно розпорятися своїми частками, твердять дослідники, контролюючі акціонери можуть гнобити їх шляхом привласнення непропорційно великої частки прибутків фірми. Тим самим вони підштовхують неконтролюючих акціонерів до того, щоб ті позбулися своїх акцій за ціною, значно нижчою за фактичну. Проте наведений аргумент не має жодного відношення до відсутності вторинного ринку. Уявімо екстремальний випадок, коли акціонер привласнює 100 відсотків доходів фірми. Навіть якщо неконтролюючий акціонер має необмежену можливість продати свою частку, її ніхто не купить. На перший план тут виступає проблема неліквідності.

Існує, проте, принаймні чотири галузі, де відсутність вторинного ринку негативно впливає на інвесторів закритих корпорацій.

По-перше, відсутність вторинного ринку вносить непевність в процес оцінки часток.

По-друге, відсутність вторинного ринку викликає конфлікт інтересів з питань розподілу дивідендів та інших виплат.

По-третє, відсутність вторинного ринку позбавляє можливості контролювати регулюючий механізм ринку акцій.

По-четверте, відсутність вторинного ринку позбавляє неінформованого інвестора захисту, який він має при придбанні акцій на ринку.

Було б помилкою вважати, що акціонерам закритих корпорацій загрожує виключна небезпека експлуатації. Не загрожує вона й акціонерам акціонерних товариств (завдяки відокремленню управління і контролю). Просто в двох різних типах фірм існують різні агентські проблеми, а відповідно й різні управлінські механізми для їх розв'язання.

Інвестори будь-якого підприємства свідомі того, що їхній дохід може бути зменшений завдяки діям інших осіб. Той, хто має на меті залучити чийсь кошти, намагається створити ефективний механізм управління, який би максимально задовольняв інтереси потенційних інвесторів. Закриті корпорації і акціонерні товариства тягнуть до різних типів управлінських механізмів, що пояснюється відмінністю їхніх економічних структур.

Право корпорацій (і норми права, і судові прецеденти) найлегше уявити у вигляді набору стандартних умов, які знижують вартість контрагування. Завдяки структурним відмінностям двох типів корпорацій, кожній з них найкраще підходять свої особливі умови. Так, багато штатів прийняли норми про безумовну ліквідацію закритих корпорацій (але не акціонерних товариств), незважаючи на волю учасників. Справді, геральдичний розвиток спеціального законодавства щодо закритих корпорацій багато в чому визнає корисність системи презумптивних норм, звернених до закритих корпорацій.

Значення таких законодавчих актів, проте, в перебільшенні. Ці акти є лише формальним відображенням норм, які роками

вдосконалювалися в ході переговорів. Доти, поки законодавчі норми будуть обрані чи перекреслені договором (що можливо на підставі нині діючого законодавства) головним внеском спеціальних норм про закриті корпорації у розв'язанні їхніх проблем залишатиметься певне (може й мізерне) зниження вартості угоди, яка має на меті визначення загальноприйнятого рішення.

У післяслові робляться підсумки дослідження та резюмуються його основні положення.

Політиано к печати № 0293 Зак. 369 тир. 100
размножено ГВЦ Минстата України ООП

470310

Ab 26.747

AB 26.747