



**263**

---

**Петр Козаржевский**

**Корпоративное управление и вторичная  
приватизация в Польше: законодательная база  
и изменения в структуре собственности**

*Варшава, январь 2004 г.*

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Публикация данной работы осуществлена в рамках проекта «Partnership for Corporate Governance and Secondary Privatization in Transition», финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID), контракт SEGIR EP № PCE-I-00-00-00014-00, ref. Russia Task Order No. 803 Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project. Мнения, взгляды и выводы, содержащиеся в данной публикации, не обязательно совпадают с точкой зрения Агентства США по международному развитию.

Ключевые слова: **корпоративное управление, приватизация, реструктуризация предприятий, Польша**

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 2004 г.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

ISBN 83-7178-328-0

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33

факс: (48-22) 828-60-69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl>

Печать:

Agencja Wydawnicza sp. z o.o., тел. (48-22) 639-80-75

## Содержание

<b>Аннотация .....</b>	<b>5</b>
<b>Предисловие.....</b>	<b>6</b>
<b>1. Законодательная база .....</b>	<b>6</b>
1.1. Приватизация .....	7
1.2. Структуры корпоративного управления на предприятии.....	10
1.3. Внешние аспекты корпоративного управления .....	17
1.3.1. Рынок ценных бумаг.....	17
1.3.2. Инвестиционные фонды .....	19
1.3.3. Банки.....	20
1.3.4. Страховые фирмы .....	21
1.3.5. Банкротства .....	21
<b>2. Изменения структуры собственности .....</b>	<b>22</b>
2.1. Начальные условия для вторичной приватизации .....	22
2.2. Эволюция структуры собственности .....	23
2.2.1. «Косвенная» (фондовая) приватизация.....	24
2.2.2. «Прямая» приватизация.....	31
2.2.3. Исследования распределения и перераспределения активов .....	34
<b>3. Выводы .....</b>	<b>35</b>
<b>Библиография .....</b>	<b>37</b>
<b>Законодательные акты и другие документы .....</b>	<b>39</b>



### **Петр Козаржевский**

*Петр Козаржевский (род. в 1960 г.) является членом Совета CASE – Центра социально-экономических исследований (Варшава) и старшим научным сотрудником в Институте политических исследований Польской академии наук. Он принял участие в многочисленных исследовательских и экспертных проектах, посвященных приватизации и структурной перестройке государственных предприятий в Польше и других постсоциалистических странах.*

## **Аннотация**

Предлагаемая работа посвящена законодательным рамкам приватизации и корпоративного управления в Польше, а также т.н. вторичной приватизации на польских приватизированных предприятиях, т.е. изменениям структуры собственности, происходящим после приватизации. Кроме того, анализируется влияние законодательной базы на постприватизационные процессы в структуре собственности (а также влияние целого ряда экономических, социальных, гносеологических и других факторов).

## **Предисловие**

Задачей предлагаемой работы является представление информационного и аналитического материала по двум темам:

– законодательные рамки приватизации и корпоративного управления в Польше;

– т.н. вторичная приватизация на польских приватизированных предприятиях, т.е. изменения структуры собственности, которые происходят после приватизации.

Мы также опишем влияние законодательной базы на постприватизационные процессы в структуре собственности (а также влияние целого ряда экономических, социальных, гносеологических и других факторов).

### **1. Законодательная база**

Польская правовая система построена в соответствии с требованиями римского права, где все правила кодифицированы. В неясных и противоречивых случаях судебные органы высшей инстанции публикуют свою интерпретацию существующих законов, что используется судами в их повседневной деятельности. Такая правовая система представляется совершенно необходимой в странах, проходящих постсоциалистическую трансформацию, поскольку новые рыночные и демократические институты приходится конструировать заново и вводить законодательными актами в отличие от развитых капиталистических стран, где кодификации подлежали в основном уже существующие решения, выработанные в ходе развития социально-экономической и политической системы.

В Польше есть все основные законы, регулирующие хозяйственную деятельность юридических лиц, а также функционирование финансового рынка, рынка капитала и т.п. Законодательство регулирует как институциональную сферу, так и поведение участников экономических отношений.

В интересующей нас области законодательство регулирует следующие сферы:

– процессы разгосударствления и приватизации;

- организационную структуру и функционирование предприятий;
- внешние условия функционирования предприятий, включая рынки и другие институты, с которыми предприятия должны взаимодействовать.

Довольно часто конкретные законы регулируют одновременно несколько сфер; с другой стороны, отдельные аспекты функционирования предприятий подчас регулируются более чем одним законодательным актом.

### **1.1. Приватизация**

Главным законодательным актом, регулирующим процессы приватизации, является закон от 30 августа 1996 г. «О коммерциализации и приватизации государственных предприятий», который пришел на смену закону от 13 июля 1990 г. «О приватизации государственных предприятий». Закон определяет два основных метода приватизации: «косвенный» и «прямой».

«Косвенный» метод (называющийся также «фондовым») состоит из двух этапов. На первом этапе государственное предприятие проходит коммерциализацию (акционирование), т.е. меняет свою юридическую форму, становясь акционерным обществом, в котором 100% акций принадлежит государству (в дальнейшем мы будем называть такие предприятия государственным акционерными обществами — ГАО). ГАО переходят под юрисдикцию Кодекса коммерческих компаний (т.е. закона о ведении хозяйственной деятельности), который охватывает все виды ведения хозяйственной деятельности кроме государственных предприятий и небольшого числа компаний, деятельность которых регулируется специальными законами. На втором этапе акции ГАО подлежат продаже, что может быть осуществлено целым рядом способов — путем публичного предложения акций, продажи пакетов акций стратегическим инвесторам (а также комбинации этих двух способов) и включения предприятия в программу национальных инвестиционных фондов (НИФ).

Тридцатого апреля 1993 г. был принят закон «О национальных инвестиционных фондах и их приватизации» — своего рода программа массовой приватизации, задачей которой, в отличие от подобных программ в других постсоциалистических странах, была не только передача населению значительной части государственной собственности, но и создание механизмов активной реструктуризации предприятий, охваченных программой НИФ. Специально созданные национальные инвестиционные фонды получили в свое распоряжение акции 512 ГАО, включенных в массовую приватизацию, а польские граждане получили ваучеры, которые можно было инвестировать в НИФ-ы. Следует отметить, что массовость программы НИФ проявлялась только в области спроса (все граждане Польши) и не проявлялась в области предложения (программа охватила менее

7% всех госпредприятий), что также отличает эту программу от программ массовой приватизации в других постсоциалистических странах. Предполагалось, что программа НИФ ускорит темпы приватизации и в то же время приведет к реструктуризации предприятий при поддержке профессиональных управляющих фирм, нанятых фондами. Ни одной из этих целей достичь так и не удалось<sup>1</sup>.

«Прямой» метод (ранее несколько неудачно называвшийся «ликвидационным») предполагает ликвидацию госпредприятия в юридическом смысле слова, после чего имущество предприятия (целиком или отдельные организованные элементы, например, цеха) приватизировались с использованием одного из трех «путей» (пользуясь польской терминологией):

- прямая продажа;
- внесение в качестве апорта в компанию, созданную государством и частным инвестором;
- аренда с правом выкупа (трудовыми коллективами).

На последнем способе следует остановиться подробнее, так как он оказался очень популярным и представлял собой вклад в методологию постсоциалистической приватизации. Госпредприятие могло быть приватизировано этим способом только по инициативе и с согласия инсайдеров (руководящих кадров и рядовых работников предприятия). Создавалась новая компания (как правило, в форме общества с ограниченной ответственностью), учредителями которой должно было стать не менее половины всех работников приватизируемого предприятия. Эта компания брала в аренду имущество формально ликвидированного госпредприятия. Компания подписывала с госорганом, ответственным за приватизацию (Министерством преобразований собственности, позднее — Министерством государственной казны), арендный договор, который предусматривал, что после выплаты компанией всех арендных платежей (включавших в себя стоимость приватизируемого имущества и проценты), имущество ликвидированного госпредприятия автоматически становится собственностью этой компании (позднее формальная передача собственности стала происходить после уплаты 50% причитающихся арендных платежей).

Еще один метод приватизации регулировался ст. 19 закона «О государственных предприятиях» от 25 сентября 1981 г. Он применялся по отношению к госпредприятиям, находящимся в тяжелом экономическом положении, когда предприятие ликвидировалось, а его имущество подлежало распродаже. Некоторые предприятия сельскохозяйственного сектора приватизировались на осно-

---

<sup>1</sup> Подробнее см. Błaszczuk et al. (2001).

вании закона «Об управлении сельскохозяйственной недвижимостью, принадлежащей государству» от 19 октября 1991 г. Существуют также законодательные акты, регулирующие приватизацию отдельных предприятий и секторов народного хозяйства. В последнее время был также принят ряд законов, совмещающих приватизацию с реструктуризацией отдельных секторов экономики.

Все методы и пути приватизации являются эквивалентными (т.е. покупатели платят за приватизируемое имущество его рыночную цену или цену, основанную на оценке стоимости имущества), за исключением программы НИФ, где ваучеры распределялись среди населения за небольшую оплату.

Польское приватизационное законодательство можно назвать если не эклектичным, то по крайней мере сильно диверсифицированным. Оно отражает отсутствие среди польских политиков единого мнения по поводу масштабов и характера приватизации и, шире, — отсутствие единого мнения по поводу основных принципов постсоциалистической трансформации в Польше. Приватизационное законодательство представляет собой своего рода компромисс между двумя основными популярными в Польше подходами — либеральными концепциями, использующими в качестве образца модель, внедренную в развитых капиталистических странах, с одной стороны, и традицией движения самоуправления трудовых коллективов, стремящейся к выбору «третьего пути» (построению в Польше «общественной рыночной экономики») — с другой. Кроме того, некоторые положения законодательства были призваны преодолеть предполагаемое сопротивление приватизации со стороны инсайдеров.

Польское приватизационное законодательство регулирует не только сам процесс приватизации, но и в ряде случаев определяет начальную структуру корпоративного управления приватизированного предприятия, включая первичное распределение собственности и начальный состав органов управления. Масштаб и характер воздействия такого регулирования зависит от примененного метода приватизации (см. также следующую главу). Его наиболее распространенной чертой является предоставление определенных льгот трудовым коллективам как в области инициирования приватизации, так и при распределении собственности.

Так, до принятия закона «О коммерциализации и приватизации государственных предприятий», приватизация должна была в обязательном порядке или инициироваться, или хотя бы быть одобренной органами госпредприятия. Начиная с 1997 г. это требование было смягчено.

В соответствии с законом 1990 года, в ходе косвенной (фондовой) приватизации работники приватизируемого предприятия имели право приобрести до 10% акций на льготных условиях. Льготы были увеличены в законе 1996 года:

работники получили право на бесплатное получение 15% акций. Еще 15% акций безвозмездно передаются (с определенными ограничениями) фермерам и рыбакам, если они были поставщиками бывшего госпредприятия.

Кроме того, новый закон отменил требование в течение двух лет завершить приватизацию ГАО, что создало правовые предпосылки для торможения приватизации этой группы предприятий.

До 1997 г. арендный путь «прямой» приватизации способствовал возникновению крайне «инсайдеризированных» структур собственности: новая компания создавалась большинством работников госпредприятия, а внешние инвесторы – юридические лица допускались лишь в крайнем случае, по специальному решению Министерства преобразований собственности. Закон 1996 года ввел определенные ограничения на применение «прямого» метода приватизации и роль инсайдеров в этом процессе. Были введены ограничения на размеры государственных предприятий, которые могут быть приватизированы этим методом (по уровню занятости, стоимости основных фондов и величине годового оборота); аутсайдеры получили право выступать с инициативой приватизации без согласия инсайдеров; при арендной приватизации по крайней мере 20% собственности должно переходить в руки внешних инвесторов; расширены права юридических лиц по участию в приватизации.

## **1.2. Структуры корпоративного управления на предприятии**

Основным законодательным актом, регулирующим корпоративное управление на уровне предприятия, является Кодекс коммерческих компаний, принятый 15 сентября 2000 г. и вступивший в силу с 1 января 2001 г. Ранее действовал Коммерческий кодекс, принятый еще до Второй мировой войны — 27 июня 1934 г.

В Польше принята континентальная (немецкая) модель корпоративного управления, подразумевающая четкое разграничение функций управления и надзора, в отличие от англо-саксонской модели, где эти функции в значительной мере совмещены. Принятие континентальной модели с ее жестким контролем за органами оперативного управления компанией является, с нашей точки зрения, весьма обоснованным решением, поскольку в Польше, как и в других постсоциалистических странах, внешний контроль за фирмой (в виде рынков капитала, товаров, слияний, менеджеров и т.п.) все еще весьма слабый и механизмы внутреннего контроля приобретают ключевое значение. Более того, в континентальной модели важная роль принадлежит стратегическим инвесторам, которые, особенно иностранные инвесторы, в состоянии не только привлечь в фирму новый капитал, но и внедрить новую культуру управления, но-

вые технологии, новые отношения с окружением и т.п., т.е. все то, в чем так нуждается сектор предприятий в постсоциалистических странах.

На уровне предприятия континентальная модель означает двухуровневую структуру органов управления предприятиями с разделением правления и наблюдательного совета (в России — совета директоров). В Польше наблюдательные советы должны быть созданы в обязательном порядке во всех акционерных обществах и крупных обществах с ограниченной ответственностью. В большинстве случаев наблюдательный совет отвечает за назначение состава правления (следует отметить, что новый кодекс укрепил позиции наблюдательного совета по отношению к правлению). С формальной точки зрения наблюдательный совет обладает очень большими полномочиями, особенно в области надзора, что должно помочь в предотвращении оппортунизма менеджеров. Наблюдательный совет осуществляет надзор за всеми сферами функционирования компании, имеет право доступа ко всей документации и имеет право на получение информации не только от членов правления, но и всех остальных работников фирмы. Тем не менее на практике, особенно на малых и средних предприятиях, реальная роль наблюдательных советов часто оказывается слабой, а вся полнота власти в фирме принадлежит правлению (такая ситуация была шутливо названа варшавской моделью корпоративного управления<sup>2</sup>).

В большинстве ситуаций польское корпоративное законодательство не учитывает интересов т.н. стейкхолдеров, т.е. представителей групп интересов, не связанных непосредственно с собственностью. Например, законодательство не содержит общего требования по включению стейкхолдеров (например, представителей трудового коллектива) в состав наблюдательных советов. В то же время на практике, как показывают опросы, стейкхолдеры (прежде всего представитель руководящих кадров и рядовых работников) часто входят в состав наблюдательных советов, что является частью кадровой политики собственников.

При этом характерной чертой польской правовой системы является то, что основой для учета стейкхолдерских интересов на предприятиях является не законодательство, регулирующее общее функционирование хозяйствующих субъектов, а приватизационное законодательство. Таким образом, существуют серьезные различия в режимах корпоративного управления в зависимости от происхождения фирмы, т.е. являлась ли она в прошлом госпредприятием или была

---

<sup>2</sup> Это определение (а точнее — определение «модель корпоративного управления родом с берегов Вислы») изобрел Кшиштоф Лис, один из авторов концепции приватизации и председатель Агентства преобразований собственности в первом польском некоммунистическом правительстве (1989-1990).

создана с нуля. Такая ситуация, насколько нам известно, больше в Европе нигде не встречается. Кроме упомянутых выше преимущественных прав при иницировании приватизации и льгот на получение акций, приватизационное законодательство в определенных случаях дает некоторым категориям стейкхолдеров особые права при формировании состава органов корпоративного управления. В обоих случаях речь идет о правах трудового коллектива:

- в ходе «косвенной» приватизации работники предприятия кроме опциона на акции получают также право избрать 40% состава наблюдательного совета;
- если предприятие было акционировано, а также после того, как государство продаст свыше половины его акций, его работники имеют право выбрать одного члена правления. Это положение сформулировано крайне туманно. Например, неизвестно, как долго работники предприятия имеют такое право.

Польское корпоративное законодательство содержит целый ряд положений, посвященных конфликтам интересов в среде членов правления и наблюдательного совета, а также акционеров. Они регулируют имущественные связи и ответственность перед фирмой. В то же время закон не обязывает вводить независимых членов в состав наблюдательного совета, хотя несколько акционированных обществ ввели такое требование в свои уставы, а Варшавская фондовая биржа (ВФБ) потребовала, чтобы все АО, акции которых котируются на бирже, до конца 2004 г. ввели в состав своих наблюдательных советов не менее 50% независимых членов (см. ниже).

Существует еще одна сфера, где борьба с конфликтами интересов не получила должной законодательной поддержки. Несмотря на то, что аудитор должен быть независимым от компании (т.е. не иметь акций, не быть юристом компании и т.п.), ему не запрещено быть одновременно финансовым консультантом. Более того, если аудитор даже ведет бухгалтерский учет в фирме, он по-прежнему может быть ее аудитором, хотя и без права аудита финансовых документов, в подготовке которых он принимал участие. Отсутствие должного регулирования в этой области потенциально очень опасно, что подтверждается финансовыми скандалами последних лет в США.

Кодекс коммерческих компаний вводит целую систему защиты прав мелких акционеров. Любой акционер имеет право опротестовать в суде решение общего собрания акционеров, если оно нарушает устав компании, принципы лучшей практики или интересы фирмы. Кстати, такое же право предоставлено также членам правления и наблюдательного совета. Мелкие акционеры имеют также широкие права по голосованию группами.

Законодательство предусматривает три типа привилегированных акций:

– акции, дающие право более чем одного голоса. Максимальное количество голосов на одну акцию — два (до конца 2004 г. государство может иметь до 5 голосов на одну акцию);

– золотая акция;

– акции без права голоса (начиная с 2001 г.).

В случае, если акционер владеет более чем 20% акций, его право голоса может быть ограничено (*voting cap*). С другой стороны, для принятия наиболее важных решений необходимо квалифицированное большинство голосов (как правило, от 1/3 до 3/4 голосов, представленных на общем собрании акционеров). Существуют специальные положения законодательства, направленные против сговора акционеров. Любой член наблюдательного совета, а также акционер, обладающий не менее чем 10% акций, имеет право созвать чрезвычайное собрание акционеров.

Закон «О публичном обороте ценными бумагами» от 21 августа 1997 г., действие которого распространяется только на компании, котирующиеся на бирже, дает право акционеру или группе акционеров, владеющих не менее чем 5% акций, назначать ревизора по особым делам, задачей которого является изучение конкретной проблемы в фирме. Тот же закон накладывает на инвестора, доля которого в уставном капитале компании превысила 50%, объявить о скупке всех остальных акций (*mandatory bid*). Так же следует поступать инвестору, который собирается купить более 10% акций. Закон также содержит положения, призванные защищать интересы продавцов акций путем сохранения выгодного для них курса. Комиссия по ценным бумагам и биржам выдает разрешения на покупку акций публичных компаний, если количество акций, принадлежащих покупателю, превысит пороги в 25%, 33% и 50% голосов на общем собрании. Все пакеты акций, дающие их владельцам 5% голосов и более, подлежат обязательной регистрации.

Одним из наиболее важных механизмов защиты интересов акционеров перед лицом управленческого персонала компании являются требования гласности и информационной прозрачности. Выше уже были упомянуты связанные с этим права наблюдательных советов. Кодекс коммерческих компаний дает также право любому акционеру запрашивать у правления информацию, необходимую для анализа вопросов, которые станут предметом обсуждения на ближайшем собрании акционеров. Согласно закону «О бухгалтерском учете» от 29 сентября 1994 г., финансовые отчеты компаний должны содержать информацию о оплате труда членов правления и наблюдательного совета. Компании должны также предоставлять информацию о финансовых группах (других фирмах, в которых компания обладает по крайней мере 20% акций). Закон «О пуб-

личном обороте ценными бумагами» вводит дополнительные информационные требования для публичных компаний. Эти фирмы обязаны публиковать всю информацию, которая может повлиять на курс акций. Кроме того, вводятся особые требования по раскрытию информации при покупке и продаже акций крупными акционерами.

С другой стороны, ряд положений польского законодательства призван предотвратить злоупотребления перечисленными выше правами и средствами защиты интересов мелких акционеров. Если акционер опротестовывает в суде решение общего собрания акционеров, его выполнение не приостанавливается. Если же суд отклонит иск, истец должен будет заплатить штраф, который может составить до десятикратной суммы судебных издержек. Компания может отказать в предоставлении акционеру запрашиваемой им информации, если существует обоснованное подозрение, что она может быть использована во вред фирме.

На практике в Польше можно встретить много примеров нарушения интересов как мелких, так и крупных акционеров, а также проявления оппортунизма менеджеров. Такое положение дел возможно по трем основным причинам:

– становление корпоративного управления в Польше проходило в специфических условиях. В результате консенсуальной приватизации распространились модели структуры собственности, для которых были характерны сильное распыление акций и преобладание собственников-инсайдеров с очень сильными позициями руководящих кадров предприятия и, в ряде случаев, также некоторых других категорий работников. Это затрудняет осуществление собственниками эффективного контроля за менеджерами, а также контроль аутсайдеров за инсайдерами (учитывая по прежнему в основном слабые позиции внешних инвесторов в Польше). Все это ведет к сохранению «наследства социалистических времен» на предприятиях, т.е. сильных групп интересов, связанных с бывшим госпредприятием (в том числе менеджерских лобби, члены которых, как правило, занимали руководящие посты на данном предприятии и до приватизации), а также привычек и поведения основных действующих лиц компании, унаследованных от предыдущей, государственной, ипостаси предприятия. С другой стороны, в случае продажи предприятия внешним инвесторам произошла чрезвычайно высокая концентрация собственности, которая сделала возможным нарушение прав мелких акционеров. Кроме того, на многих предприятиях, приватизируемых «косвенным» методом, долгое время сохраняется влияние государства; – несовершенная законодательная база. Во-первых, правовые акты, регулирующие корпоративное управление на уровне предприятий, недостаточно инст-

руктивны и содержат лишь общие принципы, не подсказывая конкретных решений. Во-вторых, система прав и средств защиты на уровне предприятия часто оказывается недостаточно эффективной. Например, интересы меньшинства могут быть нарушены (и часто действительно нарушаются) с помощью положений законов, направленных против сговора. Требования по раскрытию информации не предусматривают все случаи, когда возможен захват контроля за фирмой с помощью аффилированных или зависимых компаний. В ряде случаев можно обойти требование по обязательному объявлению о покупке акций. Инсайдеры могут также предотвратить скупку акций внешними инвесторами. Весьма распространено формально легальное манипулирование сроками созыва общего собрания акционеров. Не нарушая закон, менеджеры могут заниматься присвоением прибыли и разворовыванием фондов. При этом менеджеры часто считают требования по раскрытию информации слишком сложными и на практике невыполнимыми. В третьих, законодательные акты довольно часто перекрываются и даже противоречат друг другу (прежде всего Кодекс коммерческих компаний, закон «О публичном обороте ценными бумагами» и закон «О коммерциализации и приватизации государственных предприятий»).

– проблемы с соблюдением законодательства. Ни суды, ни прокуратура не имеют ни сил, ни необходимых знаний для борьбы с незаконной деятельностью фирм. В варшавской окружной прокуратуре была даже создана специальная группа по борьбе с преступлениями на рынке ценных бумаг, однако результатов ее работы все еще не видно. Налоговые органы не в состоянии эффективно бороться с трансфертными ценами.

За последние годы предпринимались попытки укрепления корпоративного управления путем разработки и внедрения принципов лучшей практики. Основной идеей этого подхода была констатация факта, что, поскольку правовое регулирование не в состоянии решить все проблемы корпоративного управления, необходимо разработать набор принципов, которые, с одной стороны, служили бы руководством, как компании должны себя вести, а с другой — оказывали бы своего рода моральное давление, заставляя фирмы следовать им на практике. В Польше две группы независимо друг от друга подготовили собственные варианты кодекса лучшей практики корпоративного управления: Польский форум корпоративного управления при Институте исследований рыночной экономики (IBnGR) и Форум корпоративного управления при Институте развития бизнеса. Первый проект стремился прежде всего объяснить компаниям основные идеи должным образом функционирующего корпоративного управления, в то время как второй проект был в большей степени ориентирован на разработку кон-

кретных рекомендаций, как должны вести себя органы предприятия, какие принимать решения и т.п.

В 2002 г. Варшавская фондовая биржа утвердила Кодекс лучшей практики для публичных компаний, который использовал в качестве основы второй проект, переняв при этом некоторые идеи первого. В результате кодекс стал менее конкретным и инструктивным, стараясь при этом представить основные идеи хорошего корпоративного поведения. Кодекс вводит ряд положений, отсутствующих в польском законодательстве, в частности, следующие:

- в составе наблюдательного совета должно быть не менее 50% независимых членов;
- заработки менеджеров должны быть обнародованы в подробностях;
- общее собрание акционеров должно принимать решения таким образом, чтобы было возможным их опротестование в судебном порядке;
- компания должна менять аудитора не реже одного раза в пять лет;
- ревизор по особым делам должен быть полностью независимым;
- когда компания скупает свои собственные акции, все акционеры должны иметь равные права по продаже принадлежащих им акций.

Остальные положения кодекса представляются слишком общими и декларативными, а поэтому неприменимыми на практике. Начиная с 1 июля 2003 г. все компании, котирующиеся на бирже, должны сообщать, внедрили ли они положения Кодекса лучшей практики, а если нет, то какие именно положения не были внедрены и почему. Не следует ожидать, что даже перечисленные выше конкретные положения кодекса станут повсеместно применяться на практике, поскольку не существует эффективного наказания за отказ от внесения соответствующих изменений в уставы фирм и в их повседневную деятельность. Самое большее, что может сделать ВФБ — это обнародовать список компаний, не внедривших принципы лучшей практики корпоративного управления. Поэтому принятый документ является скорее инструментом морального нажима, чем непосредственного регулирования. Первые три месяца действия новых требований показали, что большинство публичных компаний по крайней мере формально намеревается участвовать в этой игре: лишь 18 из 205 котирующихся фирм заявили, что они не внедрили положения кодекса и не намереваются этого делать в будущем. Ни одна из остальных компаний, однако, не заявила о следовании всем принципам, изложенным в кодексе. Чаще всего встречающейся проблемой было отсутствие независимых членов в составе наблюдательных советов.

### **1.3. Внешние аспекты корпоративного управления**

#### **1.3.1. Рынок ценных бумаг**

В Польше параллельно существует два основных сегмента рынка ценных бумаг.

Регулируемый рынок жестко нормирован законом «О публичном обороте ценными бумагами» и представлен Варшавской фондовой биржей (ВФБ). Согласно распространенному мнению, с точки зрения качества организации и функционирования ВФБ является лучшей фондовой биржей в постсоциалистических странах. Закон «О публичном обороте ценными бумагами» накладывает на регулируемый рынок и публичные компании очень жесткие требования по раскрытию информации и прозрачности. Компании должны предоставлять информацию о структуре собственности, фамилиях и названиях владельцев всех голосующих акций, подробные данные о всех акционерах, владеющих 5% акций и более; все данные, которые могут каким-либо образом повлиять на котировку акций; квартальные, полугодовые и годовые отчеты, содержащие финансовый отчет, и т.п. Вся эта информация должна быть опубликована. Нарушение закона карается штрафом до 1 млн. злотых (около 260 тыс. долларов) или прекращением котировок акций компании. Контроль за функционированием организованного рынка ценных бумаг и поведением его игроков осуществляет Комиссия по ценным бумагам и биржам.

Тем не менее список недостатков польского организованного рынка весьма длинен.

Этот рынок является крайне концентрированным: в конце 2001 г. на 14% котирующихся фирм приходилось 85% всей капитализации ВФБ<sup>3</sup>.

На рынке преобладают крупные предприятия, в то же время малых и средних предприятий очень мало. Основные игроки также крупные; мелкие инвесторы многочисленны, но очень слабы и их доля на рынке ценных бумаг постоянно снижается (с 50% всех оборотов акциями в 2000 г. до 28% в середине 2003 г.). Таким образом, на ВФБ интересы мелких инвесторов если и не нарушаются, то во всяком попросту игнорируются.

ВФБ создавалась в основном для обслуживания первичного распределения акций в ходе приватизации. На ней и поныне преобладают бывшие госпредприятия, составляя 61% всех компаний, котирующихся на бирже. Самые крупные из них — это те предприятия, которые были приватизированы «косвенным» методом путем размещения пакетов акции на бирже (77% всей капитализации

---

<sup>3</sup> Здесь и далее используются официальные данные ВФБ ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)).

ВФБ). Преобладание приватизированных предприятий стало преградой на пути дальнейшего развития ВФБ, поскольку основной задачей «косвенной» (фондовой) приватизации было привлечение стратегических инвесторов на предприятия, а такие инвесторы, как правило, не заинтересованы в сохранении публичного статуса компании. Во многих случаях их вынуждали к этому положения приватизационных договоров. В результате на рынок попадала, как правило, лишь небольшая часть акций таких фирм. В свою очередь, замедление темпов приватизации ведет к дальнейшему падению предложения акций на организованном рынке ценных бумаг.

Положение дополнительно осложняется тем, что на рынок приходят новые игроки, создающие дополнительный спрос (например, пенсионные фонды). В результате ВФБ так никогда и не удалось достичь равновесия между спросом и предложением. В течение первых лет ее существования наблюдалось значительное превышение предложения над спросом, когда на рынок выбрасывались акции крупнейших приватизируемых предприятий. Затем ситуация изменилась на противоположную.

В итоге ВФБ представляет собой весьма небольшой рынок, при этом постоянно сужающийся. Общий уровень капитализации ВФБ небольшой (15% ВВП) и имеет тенденцию к снижению. В настоящее время обороты ВФБ на кассовом рынке снижаются со скоростью свыше 20% в год и к концу 2002 г. составляли всего 71,7 млрд. злотых (около 18 млрд. долларов). Новые компании практически перестали появляться на рынке, а некоторые фирмы с него уходят. В результате постоянно снижается число котирующихся фирм (с 230 в конце 2001 г. до 216 в конце 2002 г.).

ВФБ не в состоянии исполнять двух основных функций фондовой биржи — оценки стоимости компаний и источника капитала для частного сектора. Показательно, что больше всего средств от размещения акций на ВФБ получил государственный бюджет.

Ценные бумаги, выпущенные фирмами, которые не соответствуют жестким требованиям ВФБ, не хотят или не могут выставлять их на фондовой бирже (например, доли обществ с ограниченной ответственностью), являются предметом оборота «неорганизованного» сегмента рынка ценных бумаг, который также регулируется действующим законодательством, хотя и не так строго, как «организованный» сегмент. Банки и брокерские фирмы попытались хоть как-то урегулировать и его путем создания организованного рынка акций, продаваемых напрямую (*over-the counter market*). Была создана т.н. Центральная таблица предложений, однако эта инициатива не получила практически никакой поддержки со стороны компаний.

### **1.3.2. Инвестиционные фонды**

Согласно польскому законодательству (закону «О инвестиционных фондах» от 28 августа 1997 г. и др.), существует 5 основных видов инвестиционных фондов: универсальные открытые и закрытые, специализированные открытые и закрытые, а также смешанные фонды. Капитал фондов создается путем эмиссии ваучеров или инвестиционных сертификатов.

Инвестиционные фонды находятся под строгим контролем закона и Комиссии по ценным бумагам и биржам. Наибольшим ограничениям подлежит функционирование открытых фондов, которые покупают акции компаний. Акции одной компании не могут составлять более 5% инвестиционного портфеля фонда (квота может быть увеличена до 10%, если такого рода инвестиции составляют не более 40% портфеля фонда). Фондам запрещено покупать более чем 10% акций одной компании. Т.е. на практике польское законодательство стремится не допустить превращения институциональных инвесторов в активных стратегических инвесторов в компаниях, ограничивая их роль игрой на рынке ценных бумаг.

В середине 2002 г. в Польше было около 130 инвестиционных фондов. Их чистые активы составляли 14,9 млрд. злотых (около 3,8 млрд. долларов).

С точки зрения приватизационных и постприватизационных процессов заслуживают внимания две группы инвестиционных фондов.

Первая группа — это упоминавшиеся выше национальные инвестиционные фонды (НИФ), возникшие в ходе реализации программы массовой приватизации (закон «О национальных инвестиционных фондах и их приватизации» от 30 апреля 1994 г.). За прошедшие годы НИФ-ы реструктуризировали свои инвестиционные портфели и продали большое число предприятий. Акции 36 компаний, охваченных программой НИФ, котируются на ВФБ. Несколько НИФ-ов изменили профиль своей деятельности и в настоящее время занимаются операциями по вложению капитала с риском (*venture capital*) и куплей-продажей акций частных фирм. В конце 2001 г. НИФ-ам принадлежало более 5% акций в 15 публичных компаниях.

Вторая группа — это пенсионные фонды, созданные в ходе реформы пенсионной системы, которая началась в 1999 г. Инвестиционная активность пенсионных фондов строго регламентирована законом «О организации и функционировании пенсионных фондов» от 28 августа 1997 г. Пенсионные фонды могут инвестировать только в «безопасные» фондовые инструменты, т.е. они могут покупать акции только публичных компаний (не более чем 40% инвестиционного портфеля фонда); фонды не могут иметь более 5% акций одной компании, а

акции одной компании не могут составлять более 5% инвестиционного портфеля фонда. Надзор за деятельностью пенсионных фондов осуществляет Комиссия по надзору за страхованием и пенсионными фондами. Несмотря на все ограничения, образовалась сильная группа 17 пенсионных фондов, инвестиции которых на ВФБ составляют 6% ее капитализации. Пенсионные фондам обеспечен постоянный приток новых средств в виде обязательных пенсионных взносов. Поэтому фонды укрепляют свои позиции на рынках ценных бумаг, в том числе на ВФБ. С другой стороны, узкий организованный рынок ценных бумаг не в состоянии удовлетворить растущий спрос на ценные бумаги, генерируемый пенсионными фондами.

### **1.3.3. Банки**

Учитывая, что рынок ценных бумаг в Польше весьма слабо исполняет функцию снабжения фирм капиталом, банковский кредит по-прежнему остается наиболее важным источником внешнего финансирования предприятий. Однако, несмотря на отсутствие формальных ограничений, банки, как правило, ограничиваются предоставлением предприятиям заемных средств и не заинтересованы участием в собственности (см. ниже). Практически только один польский банк (BRE Bank) пытался активно приобретать собственность предприятий.

Банки не заинтересованы заменой долгов на акции компаний, которая может производиться на основании закона «О коммерциализации и приватизации государственных предприятий» (в качестве особой процедуры, применяемой при коммерциализации госпредприятий — всего состоялось лишь 14 таких сделок) и закона «О финансовой реструктуризации предприятий и банков» от 4 марта 1993 г. Одной из основных целей второго закона (помимо главной цели преодоления кризиса задолженности предприятий банками и спасения польской банковской системы) было стимулирование вовлечения банков в процессы реструктуризации и приватизации государственных предприятий. Польская банковская система была спасена, однако в большинстве случаев банки не захотели или оказались неспособными принять участие в управлении предприятиями.

Роль банков в структурах корпоративного управления компаниями остается крайне слабой. Банки не исполняют роль посредников в осуществлении корпоративных прав (кроме банковских маклерских фирм, которые берут на себя управление активами, однако они формально являются независимыми от банков). Там же, где банки все же осуществляют корпоративный контроль, его качество бывает подчас сомнительным — достаточно привести в пример скандальное банкротство Щецинской судовой верфи.

Другой причиной слабой роли банков в управлении предприятиями является недостаточно развитый кредитный рынок, особенно когда речь идет о кредитах для малых и средних предприятий. Как правило, банки очень осторожно ссуживают деньги предприятиям, особенно небольшим, поскольку считают такие операции гораздо более опасными, чем работа с другими инвестиционными инструментами (например, с ГКО). В свою очередь многие предприятия в качестве источников финансирования стараются использовать прежде всего прибыль и задолженность поставщикам, избегая банковских кредитов из-за высоких затрат, связанных с их обслуживанием.

#### **1.3.4. Страховые фирмы**

На польском страховом рынке функционируют десятки страховых фирм. Они могут инвестировать в акции предприятий, котирующиеся на бирже, и в инвестиционные сертификаты. Их величина не может превышать 40% резервного фонда страховой фирмы. На практике многие страховые фирмы не занимаются активным инвестированием на рынке ценных бумаг. В 2001 г. доля акций и инвестиционных сертификатов в портфелях страховых фирм составляла в среднем 12% (4,6 млрд. злотых или 1,2 млрд. долларов). Существуют, однако, и активные игроки рынка ценных бумаг, например, принадлежащие государству PZU и PZU Życie. Вторая фирма часто действует при посредничестве инвестиционных фондов.

#### **1.3.5. Банкротства**

В Польше существует два метода перераспределения имущества неплатежеспособных предприятий. Первый — это ликвидация на основании ст. 19 закона «О государственных предприятиях» (см. выше). Это — административная процедура, которая может быть применена к государственным предприятиям. По состоянию на конец первого квартала 2003 г. на 1802 дела по ликвидации госпредприятия 918 были завершены (Министерство государственной казны, 2003).

Второй метод — это судебная процедура банкротства на основании еще довоенного закона «О несостоятельности» от 24 октября 1934 г. (впоследствии многократно подвергавшегося серьезным изменениям). Ежегодно заводится около 3000 новых дел о признании предприятия несостоятельным. Тем не менее роль банкротства в перераспределении собственности могла бы быть более значительной, если бы существовали более совершенные механизмы защиты интересов кредиторов. Очень часто фирмы объявляют о своем банкротстве слишком поздно, когда большая часть имущества уже выведена за его пределы;

суды часто отказывают в возбуждении дела о несостоятельности, поскольку стоимости оставшегося имущества уже не хватает даже на покрытие судебных издержек.

## **2. Изменения структуры собственности**

### **2.1. Начальные условия для вторичной приватизации**

Гетерогенный характер польской приватизации (множество методов и способов приватизации, консенсуальный характер большинства приватизационных сделок) привел к гетерогенному характеру структур собственности и моделей дальнейшего перераспределения собственности (часто называемого «вторичной приватизацией»).

«Косвенная» (фондовая) приватизация охватила прежде всего крупные государственные предприятия, находящиеся в относительно хорошем финансово-экономическом положении, из секторов, приватизация которых не вызвала политических разногласий. Как правило, предпочтение отдавалось стратегическим инвесторам, а оставшиеся небольшие пакеты акций распределялись среди работников предприятия и других мелких инвесторов. Следует, однако, помнить, что значительное количество государственных предприятий (более 500) не удалось приватизировать до конца и после коммерциализации государство по-прежнему остается в них единственным акционером, что значительно больше числа предприятий, приватизированных этим методом, где приватизацию можно считать завершенной (около 350).

Программа НИФ охватила прежде всего средние предприятия (100-500 работников). Основная часть акций была распределена между 15 инвестиционными фондами (один фонд, т.н. лидирующий, получил 33% акций, а остальные по 1,93%); государство стало вторым по величине акционером (25% акций), а трудовой коллектив получил оставшиеся 15% акций.

«Прямая» приватизация охватывала в основном малые и средние предприятия, даже до ограничений на размеры предприятий, введенные в 1997 г. Начальная структура собственности имела свою специфику в зависимости от конкретного «пути» приватизации:

– прямой продаже подлежали прежде всего малые предприятия, для которых было легко найти нового владельца. В то же время существовала модификация, называемая «быстрой продажей», которая распространялась на пред-

приятия находящиеся в тяжелом экономическом положении, в этом случае при покупке новый владелец должен был выплатить долги фирмы. В обоих случаях, однако, предприятия продавались, как правило, одному лицу, т.е. на практике поддерживалось возникновение концентрированных форм собственности;

– при внесении предприятия в качестве апорта возникали самые разнообразные конфигурации собственности, и какую-либо закономерность проследить трудно. Впрочем, этот способ приватизации не получил широкого распространения (всего 9,7% всех сделок в рамках «прямой» приватизации);

– для аренды с правом выкупа определенная группа госпредприятий подходила более, чем остальные. Такое предприятие было скорее небольшим (чтобы трудовому коллективу хватило средств на его выкуп) и в хорошем экономическом и финансовом положении (чтобы генерировать средства на оплату арендных платежей и не нуждаться в немедленных инвестициях). Требования законодательства способствовали тому, чтобы преобладающей группой собственников стали инсайдеры и в определенной степени стали причиной возникновения рассеянных структур собственности.

Другая группа факторов, определяющих начальные условия для постприватизационного перераспределения собственности, это своего рода «наследие» социалистического прошлого предприятия — организационная структура, структура власти и влияния, менталитет основных действующих лиц. Дальнейшие изменения структуры собственности (их темпы и характер) в значительной степени зависят от того, насколько это «наследие» удастся преодолеть в ходе или после приватизации.

## **2.2. Эволюция структуры собственности**

В Польше было проведено большое количество опросов и исследований, посвященных структуре собственности приватизированных предприятий. Следует прежде всего назвать три исследовательских коллектива, которые обследовали всепольские выборки предприятий:

– исследовательская группа гданьского Института исследований рыночной экономики (IBnGR) изучала проблемы корпоративного управления в публичных компаниях; в начале девяностых годов они также исследовали влияние приватизации на предприятия, в том числе в сфере отношений собственности;

– CASE – Центр социально-экономических исследований в сотрудничестве с исследовательскими центрами Великобритании, Чехии, Словении и других стран провел ряд исследований, два из которых заслуживают особого внимания: проект, посвященный вторичной приватизации в Польше, Словении и Чехии (внимание уделялось прежде всего аренде с правом выкупа и программе НИФ) и

проект, посвященных реструктуризации корпоративного управления в Польше и Венгрии на примере крупнейших предприятий;

– в течение всех девяностых годов Сектор исследования преобразований собственности Института политических исследований Польской академии наук занимался проблематикой «прямой» приватизации (прежде всего арендой с правом выкупа), прямыми иностранными инвестициями в ходе приватизации и, в последнее время — также сравнительными исследованиями «прямой» приватизации, приватизации с использованием иностранного капитала и сектора ГАО.

Ни одному исследовательскому коллективу в Польше не удалось обследовать весь сектор приватизированных предприятий. В каждом исследовательском проекте были свои, различные задачи и критерии составления выборки. Как правило, такие исследования носили одноразовый характер и описывали ситуацию на данный момент времени или, самое большее, определенный период, для которого удалось собрать необходимые серии данных. Данные ряда исследований частично перекрываются. Поэтому собранные данные имеют фрагментарный характер и не являются полностью сравнимыми.

Следует, однако отметить, что начальная диверсификация и специфика правового регулирования, касающегося распределения и перераспределения собственности, привели к тому, что в Польше возникло несколько типов структуры собственности и ее дальнейшей эволюции. Поэтому в исследованиях польского приватизированного сектора пользование усредненными данными для всей популяции и так представляется неправомерным, поскольку это нивелирует существенные различия между отдельными группами предприятий.

Ниже мы приводим результаты наиболее новых исследований, сгруппированные по методам приватизации и типам исследованных предприятий.

### ***2.2.1. «Косвенная» (фондовая) приватизация***

#### **А. Программа национальных инвестиционных фондов**

В рамках проекта Phare ACE «Вторичная приватизация: эволюция структуры собственности на приватизированных предприятиях» (руководитель Барбара Блашчик, CASE) были изучены изменения структуры собственности как самих национальных инвестиционных фондов, так и 512 предприятий, приватизированных в рамках этой программы (Błaszczuk et al. 2001).

С момента запуска программы НИФ в структуре собственности охваченных ею предприятий произошли серьезные изменения. Отмечена сильная тенденция по концентрации собственности в руках небольшого числа акционеров (самый крупный акционер в 2000 г. владел уже в среднем 48,3% акций) при широко-масштабном перераспределении имущественных прав. В течение пяти лет

(1995-2000 гг.) 245 предприятий (48%) было передано стратегическим инвесторам, в том числе 52 (10% от общего числа) продано иностранным инвесторам. Восемьдесят предприятий либо уже обанкротилось, либо находится в процессе ликвидации или объявления несостоятельности. Акции 36 компаний (7%) котируются на ВФБ.

Большинство предприятий уже вышло из-под контроля НИФ-ов и нашло себе других стратегических инвесторов — как юридических, так и физических лиц. Большинству стратегических инвесторов удалось получить полный контроль над предприятием (более 50% акций) (см. таблицу 1).

**Таблица 1. Эволюция структуры собственности предприятий, охваченных программой НИФ**

Самая крупная группа собственников (более 15% акций)	Количество предприятий в 2000 г.	Средняя доля собственности (в %)
Отечественные инвесторы	193	58,6
в том числе:		
работники предприятия	13	55,4
физические лица	48	55,0
другие компании	116	60,6
финансовые инвесторы	10	32,8
другие НИФ	6	35,4
Иностранные инвесторы <sup>а</sup>	52	73,7
Прочее:		
котирующиеся на ВФБ <sup>б</sup>	36	
ликвидация	12	
банкротство	68	

<sup>а</sup> В случае иностранных инвесторов порог в 15% не применялся.

<sup>б</sup> 25 из них входит в группу, где главным инвестором является отечественный инвестор.

Источник: Grosfeld и Hashi (2001).

Неясно, каковы детерминанты концентрации собственности. Показатели, характеризующие предприятие, не всегда являются значимыми. Была предпринята попытка найти корреляцию между собственностью и результатами экономической деятельности при предположении эндогенного характера структуры собственности. Однако полученные результаты оказались неоднозначными. Если дополнительные расчеты, которые будут проведены в будущем, не покажут, что как собственность, так и экономические результаты зависят от каких-то невыясненных постоянных факторов, авторы обещают исследовать возможное влияние собственности на результаты экономической деятельности.

Было исследовано изменение структуры собственности самих национальных инвестиционных фондов. Доля государства и мелких инвесторов (юридических и физических лиц) постоянно снижалась (с соответственно 25% и 85% в начале

реализации программы до 13% и 41% в январе 2001 г.). В то же время увеличивалась доля институциональных и крупных инвесторов. К январю 2001 г. в руках институциональных инвесторов было уже 46% акций НИФ-ов, а в руках иностранных инвесторов — 26%. При этом доля польских крупных инвесторов оставалась скромной (13,5%). Все отмеченные тенденции отражали процесс концентрации собственности. За период с июня 1998 г. по декабрь 2000 г. показатель С1 (доля собственности в руках самого крупного инвестора) возрос с 5% до 24%, а показатель С3 (доля собственности в руках трех самых крупных инвесторов) возрос с 7% до 42%. В настоящее время концентрация собственности во всех НИФ-ах достигла уровня, обеспечивающего его владельцам полный и стабильный контроль над фондами.

В то же время авторы пришли к выводу о том, что влияние НИФ-ов на свои портфельные компании было неудовлетворительным. На протяжении всего периода финансово-экономические показатели предприятий, охваченных программой, ухудшались, и в 1999 г. их уровень рентабельности оказался ниже, чем во всех остальных группах фирм. Не подлежит сомнению, что капитал и(или) стратегии других инвесторов оказались более эффективными.

### **Б. Крупнейшие приватизированные предприятия**

В рамках проекта Phare ACE «Корпоративный надзор, реляционные инвесторы, стратегическая реструктуризация и результаты хозяйственной деятельности в Венгрии и Польше» (руководитель Томаш Мицкевич, Центр славянских и восточноевропейских исследований Лондонского университета) был проведен опрос 84 польских приватизированных промышленных предприятий из перечня 500 крупнейших предприятий Польши (по уровню валовой выручки). Собранные данные охватывали период с 1998 г. до конца 2000 г. Все предприятия прошли «косвенную» приватизацию.

Структура собственности предприятий этой группы оказалась крайне концентрированной (и степень концентрации продолжала расти), а доля инсайдеров — незначительной (в отличие от приватизированных малых и средних предприятий и несмотря на льготы для трудовых коллективов, предусмотренные законодательством).

Практически на всех обследованных предприятиях произошли глубокие изменения структуры корпоративного управления; «наследие» социалистического прошлого было уже преодолено. Таким образом, можно уже говорить о завершении процесса постсоциалистической трансформации корпоративного управления. При этом конкретные изменения механизмов корпоративного контроля, по-видимому, зависят от характеристик категории собственников, контролирующих данное предприятие.

Можно выделить четыре основных категории собственников:

- иностранные инвесторы;
- отечественные юридические лица;
- отечественные физические лица, не работающие на данном предприятии;
- инсайдеры.

В компаниях с самым высоким уровнем концентрации собственности, особенно в руках иностранных инвесторов, наблюдаются наиболее последовательные и эффективные структуры корпоративного управления. В компаниях с невысоким уровнем концентрации собственников понятие большинства акционеров оказывается во многом формальным и эти акционеры не в состоянии эффективно контролировать фирму.

**Таблица 2. Структура собственности и концентрация собственности на крупнейших промышленных предприятиях (в %, невзвешенные средние значения)**

	1998	1999	2000
Категория собственников			
руководящие кадры предприятия	3,4	2,7	4,4
остальные работники предприятия	9,3	8,0	7,0
бывшие работник предприятия	2,7	3,4	2,5
прочие физические лица, не работающие на предприятии	19,2	18,8	17,7
государство	8,8	8,3	7,9
отечественные промышленные предприятия	9,2	8,8	10,5
инвестиционные фонды	11,7	11,7	8,1
банки	2,9	2,4	3,0
иностраные инвесторы	19,8	22,3	26,1
прочие	6,4	7,2	7,9
Концентрация собственности			
в руках одного крупнейшего собственника	54,2	55,7	59,1
в руках пяти крупнейших собственников	78,2	78,7	80,7

Источник: Kozarzewski (2002).

В то же время не удалось найти доказательств прямого влияния степени концентрации собственности на экономические результаты деятельности предприятия. Нам представляется, что показатель концентрации собственности имеет второстепенное значение, а более важным является то, какая именно категория собственников контролирует фирму — во всяком случае, этот показатель значительно сильнее коррелирует с экономическими показателями обследованных предприятий. При этом авторы не располагают доказательствами того, что тип доминирующего собственника — это единственный или самый главный фактор, влияющий на экономическое функционирование компаний. Во многих случаях структура собственности может оказаться эндогенной, поскольку тип покупателя государственного имущества в значительной степени зависел

от характеристик приватизируемых предприятий. В то же время, существуют определенные свидетельства тому, что некоторые типы структуры собственности могут иметь экзогенный характер, прежде всего в случае собственности, сконцентрированной в руках иностранных инвесторов (Kozarzewski 2002).

### **В. Предприятия, приватизированные с участием иностранных инвесторов**

В рамках проекта «Приватизация в Польше 1990-2002: успехи, конфликты, дисфункции», финансируемого польским Комитетом по научным исследованиям (руководитель Мария Ярош, Институт политических исследований Польской академии наук) был проведен сравнительный анализ трех групп предприятий: проданных иностранным инвесторам, ГАО и отданных в аренду с правом выкупа (Jarosz 2003). В ходе опросов были собраны данные за 1998-2000 гг. и на момент приватизации. Исследовались также мнения высшего руководящего персонала по поводу функционирования вверенных им компаний.

На предприятиях, проданных иностранным инвесторам, был уже, по-видимому, достигнут максимальный уровень концентрации собственности. В 80% таких компаний существовал доминирующий инвестор, владеющий 50% акций и более, а в остальных фирмах был хотя бы один стратегический инвестор, владеющий по крайней мере 20% акций. Структура собственности стабилизировалась: в течение 1998-2000 гг. не происходило практически никаких существенных изменений. На предприятиях этой группы была отмечена интересная корпоративная политика иностранных инвесторов: они часто вводили стимулы для инсайдеров (прежде всего управленческого персонала) путем передачи им небольших пакетов акций и(или) мест в составе наблюдательного совета. Структуры корпоративного управления на большинстве предприятий, проданных иностранным инвесторам, являются прозрачными, с четким распределением полномочий между правлением, наблюдательным советом и общим собранием акционеров с широким привлечением к управлению работников, особенно представителей элиты бывшего госпредприятия. В то же время иностранный инвестор осуществляет эффективный контроль за фирмой.

### **Г. Государственные акционерные общества (ГАО)**

Исследованные в рамках того же проекта, ГАО оказались наиболее дисфункциональной группой предприятий, охваченных процессами приватизации. Остановка приватизации этих предприятий сразу же после их акционирования не позволила сформироваться эффективным структурам и отношениям корпоративного управления. Для ныне существующих структур характерен диктат менеджеров и очень сильное влияние профсоюзов при крайне слабой роли государства как единственного собственника. Кроме того, во многих ГАО сферы

влияния основных действующих лиц корпоративного управления все еще не стабилизировались, что создает почву для постоянных конфликтов. О динамике структуры собственности ГАО сказать ничего нельзя — 100% акций этих предприятий по-прежнему находится в руках государства.

#### **Д. Компании, акции которых котируются на бирже**

Гданьский Институт исследований рыночной экономики провел исследование 120 компаний, котирующихся на Варшавской фондовой бирже и 20 компаний, акции которых продаются на неорганизованном рынке (проект «Собственность и контроль в польских корпорациях», финансируемый Комитетом по научным исследованиям и Center for International Private Enterprise, руководитель Петр Тамович) (Tamowicz и Dzierżanowski 2001a). Данные характеризуют ситуацию в ноябре 2000 г. Структура собственности измерялась количеством голосов на общем собрании акционеров. Были проанализированы как показатели концентрации, так и общая структура собственности. Концентрация собственности в исследуемых компаниях оказалась высокой и близкой соответствующим показателям в других странах континентальной Европы. Самой крупной категорией собственников оказались «другие компании» и физические лица (им принадлежало соответственно 39,4% и 30,8% всех самых крупных пакетов акций). В то же время иностранные инвесторы владели самыми большими пакетами акций, а государство и принадлежащие государству собственники заняли второе место (см. таблицу 3).

Были также проанализированы различия между собственностью и контролем на предприятиях с помощью измерения разницы между количеством акций и количеством голосов, принадлежащих различным категориям акционеров<sup>4</sup>. В случае крупных пакетов акций различия не были большими (медиана контроля составила 39,5%, а медиана собственности — 37,2%). В ряде компаний, однако, различия были очень большие (в одном случае акционер, владеющий всего лишь 47,5% акций, имел 81,0% голосов на общем собрании акционеров). Для того, чтобы контроль был выше, чем число акций, использовались два основных метода: до выхода на биржу компанией выпускались привилегированные акции (36% обследованных предприятий); усиление контроля с помощью зависимых компаний и пирамид.

---

<sup>4</sup> Проблемы соотношения контроля и собственности исследовались также и в других проектах, в частности, в проекте, посвященном крупнейшим польским приватизированным предприятиям. Там, однако, был применен другой метод: структура собственности компании сравнивалась со структурой состава наблюдательного совета и реальным влиянием различных групп собственников на процессы принятия решений.

**Таблица 3. Доля отдельных категорий собственников в капитализации публичных компаний (в %)**

Категория собственников	Компании нефинансового сектора	TP SA (национальный телеоператор)	Банки	Страховые фирмы	НИФ-ы	Всего
Иностранные стратегические инвесторы	14,6	25,0	59,7	25,3		28,8
Иностранные финансовые инвесторы	5,3		4,1		29,4	3,8
Иностранные инвесторы, всего	19,9	25,0	63,8	25,3	29,4	32,6
Отечественные банки	1,2	–	–	1,5	12,1	0,7
Отечественные страховые фирмы	0,1	–	0,0	–	5,4	0,1
Отечественные инвестиционные фонды	0,1	–	1,4	–	0,9	0,4
НИФ-ы	0,5	–	–	–	–	0,2
Пенсионные фонды	0,1	–	–	0,2	0,3	0,1
Публичные компании	1,8	–	0,2	3,6	–	0,9
Зависимые компании	0,4	–	0,9	–	–	0,4
Другие отечественные компании и кооперативы	4,1	–	–	1,8	0,8	1,8
Физические лица	10,2	10,0	0,0	62,0		7,9
Государство	11,5	35,1	3,9	–	15,5	16,4
Государственные предприятия	0,1	–	2,1	–	–	0,6
Компании, принадлежащие местному самоуправлению	0,6	–	0,0	–	–	0,3
Отечественные собственники, всего	30,9	45,1	8,6	69,1	34,9	29,8
Концентрированная собственность (минимум 5% акций), всего	50,8	70,1	72,4	94,5	64,3	62,4
Рассеянная отечественная	37,9	19,9	25,9	5,5	35,7	29,4
Рассеянная иностранная	11,3	10,0	1,8	–	–	8,2
Рассеянная собственность (менее 5% акций), всего	49,2	29,9	27,6	5,5	35,7	37,6

Источник: Tamowicz и Dzierzanowski (2001a).

## Е. Крупные частные предприятия

Та же исследовательская группа провела обследование 560 крупных частных компаний (годовая валовая выручка более 70 млн. злотых, или около 18 млн. долларов) в нефинансовом секторе, без разделения на приватизированные предприятия и вновь созданные частные фирмы. В качестве источника была ис-

пользована база данных The Dun & Bradstreet за 1999 г. Исследование показало, что уровень концентрации собственности в этой группе компаний чрезвычайно высок. В среднем крупнейшему собственнику (С1) принадлежало 68% акций, а если из числа крупнейших собственников исключить государство и инвестиционные фонды, то этот показатель возрастает до 78%. Самая высокая концентрация собственности связана с иностранным капиталом (С1 = 97%).

### **2.2.2. «Прямая» приватизация**

#### **А. Аренда с правом выкупа**

Исследовательская группа Института политических исследований Польской академии наук под руководством Марии Ярош провела ряд исследований по заказу польского правительства и Комитета по научным исследованиям, посвященных этому «пути» приватизации (Jarosz 1996). (Данные опросов были также использованы в упомянутом выше проекте по вторичной приватизации, осуществленном исследовательской группой CASE.) Была проанализирована не только структура собственности и ее эволюция, но и причины изменений, взаимозависимость собственности и экономических результатов, структуры власти и контроля в фирмах.

Исследования свидетельствуют об образовании четырех групп собственников, которые могут быть описаны с помощью двух параметров: степени концентрации собственности и того, принадлежит ли она инсайдерам или аутсайдерам:

- рассеянные внешние инвесторы;
- внешние стратегические инвесторы;
- концентрированные внутренние инвесторы (как правило, члены правления и наблюдательного совета);
- рассеянные внутренние инвесторы (в основном рядовые работники).

В компаниях, арендующих имущество госпредприятия, наблюдались два основных процесса: концентрация собственности и ее вывод за пределы фирмы (см. таблицу 4). В разных группах компаний эти процессы шли с различной интенсивностью, в связи с чем образовались три основных типа собственности:

- крупные пакеты в руках менеджеров, остальные акции (доли) рассеяны среди большого числа рядовых работников;
- рассеянная собственность в руках инсайдеров;
- концентрированная собственность в руках аутсайдеров.

К концу девяностых годов в большинстве компаний процессы вторичной приватизации уже завершились и в настоящее время можно наблюдать лишь, как правило, незначительные изменения в структуре собственности.

**Таблица 4. Структура собственности предприятий, отданных в аренду с правом выкупа (в %, невзвешенные средние значения)**

Категория собственников	Сразу же после приватизации	1997	1998	1999
Собственники:				
Стратегические инвесторы (отечественные и иностранные)	3,3	7,1	9,4	11,0
Другие отечественные внешние инвесторы:				
частные фирмы	–	0,6	2,1	2,7
акционированные предприятия	–	0,4	0,2	0,0
частные банки	–	–	–	–
государственные банки	–	–	–	–
частные предприниматели	2,5	2,3	2,0	4,5
прочие	2,2	6,4	8,5	12,2
Прочие иностранные инвесторы	–	0,2	0,7	0,6
Члены наблюдательного совета компании <sup>а</sup>	11,5	12,0	8,1	6,4
Члены правления	16,0	18,8	18,9	19,3
Прочие руководящие работники	13,5	11,9	14,5	11,0
Рядовые работники	51,0	40,3	36,2	32,3
<b>ВСЕГО</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Группы собственников:				
Внешние стратегические инвесторы	1,4	9,1	15,2	17,1
Прочие внешние инвесторы	6,2	12,3	16,3	22,0
Менеджеры	33,7	37,6	36,7	29,4
Рядовые работники	58,7	41,0	31,8	31,5
<b>ВСЕГО</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>а</sup> Для 1999 г. — члены наблюдательного совета, одновременно являющиеся работниками компании; для всех остальных лет — все члены наблюдательного совета.

Источник: Kozarzewski и Woodward (2001).

На направление и динамику изменений структуры собственности влияет множество факторов, в том числе отраслевая принадлежность, величина фирмы, начальная структура собственности, персональный состав органов предприятия и т.п. Тем не менее наиболее значимым фактором представляется экономическое положение предприятия. Неудовлетворительное положение способствует концентрации собственности и ее выводу за пределы фирмы (т.к. инсайдеры соглашались обменять свое влияние на спасение фирмы от банкротства) (Kozarzewski 1999; Kozarzewski и Woodward 2001). Кроме того, существуют факторы, характерные именно для данного способа приватизации, которые влияют как на первичное распределение собственности, так и на ее последующее перераспределение (см. таблицу 5).

Несмотря на то, что структура собственности анализируемых компаний была во многом предопределена примененным «путем» приватизации, процессы вторичной приватизации привели к тому, что во многих компаниях собственность из экзогенного фактора превратилась в эндогенный.

Если сравнивать предприятия, приватизированные путем аренды с последующим выкупом с другими способами «прямой» приватизации, то оказывается,

что в рассматриваемых компаниях структуры корпоративного управления часть характеризуются серьезной дисфункциональностью. Весьма распространено субоптимальное распределение полномочий между органами компании, а конкретное проявление дисфункций зависит от сложившегося типа собственности.

**Таблица 5. Основные факторы, влияющие на сохранение или изменение начальной структуры собственности предприятий, отданных в аренду с правом выкупа**

Факторы	Сохранение	Изменение
Менталитет и поведение		
«Наследие» госпредприятия	<ul style="list-style-type: none"> <li>- организационная структура</li> <li>- структура власти и влияния</li> <li>- старый менталитет инсайдеров</li> </ul>	
Изменение положения различных групп инсайдеров	<ul style="list-style-type: none"> <li>- страх перед аутсайдерами</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- фактор собственности: собственность = власть</li> <li>- реконфигурация функций и задач</li> <li>- инсайдеры должны приспособиться к новым условиям</li> <li>- убеждение, что аутсайдеры создают шанс для новых инвестиций, методов управления и т.п.</li> </ul>
Законодательная база		
Приватизационное законодательство	<ul style="list-style-type: none"> <li>- преимущества для инсайдеров</li> <li>- практическое исключение юридических лиц и иностранцев из участия в приватизации</li> <li>- снижение арендных платежей (с 1997 г.)</li> <li>- более быстрая передача арендованного имущества в собственность (с 1997 г.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- аутсайдеры должны владеть не менее 20% собственности компании (с 1997 г.)</li> <li>- более быстрая передача арендованного имущества в собственность (с 1997 г.)</li> </ul>
Кодекс коммерческих компаний	<ul style="list-style-type: none"> <li>- уставы компаний могут содержать ограничения на куплю-продажу акций (долей)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- новая организационная структура</li> <li>- система прав собственности</li> <li>- механизмы увеличения капитала, выпуска акций (долей) и их обращения</li> </ul>

Источник: Kozarzewski и Woodward (2001).

## **Б. Другие «пути» прямой приватизации**

В рамках проекта «Прямая приватизация. Инвесторы. Менеджеры. Работники» (по заказу Министерства государственной казны, руководитель Мария Ярош) были исследованы все «пути» прямой приватизации. В самом общем виде можно сказать, что прямая продажа с самого начала способствовала концентрации собственности в руках менеджеров и внешних владельцев. Внесение предприятия в качестве апорта вело к доминированию внешних собственников, а т.н. быстрая продажа не вела к преобладанию какого-либо типа структуры собственности. Тем не менее, на процессы вторичной приватизации во всех этих группах фирм влияли те же самые факторы, что и на предприятия, приватизированные путем аренды (отраслевая принадлежность, величина фирмы, начальная структура собственности и экономическое положение (Jarosz 2000)).

### **2.2.3. Исследования распределения и перераспределения активов**

Было предпринято несколько попыток посмотреть на изменения структуры собственности в ходе приватизации как на перераспределение активов, принадлежавших государству. В 2001 г. CASE участвовал в международном проекте «Реструктуризация и рост в регионах и странах, проходящих трансформацию» (руководитель — Эндрю Уорнер из Центра международного развития Гарвардского университета), посвященном оценке перемещения экономических ресурсов в новые секторы и отрасли в ходе постсоциалистической трансформации. Были проведены опросы предприятий в 13 бывших социалистических странах, в том числе опрошено 151 предприятие в Польше (Warner 2002). Опросы охватили три категории предприятий: госпредприятия, приватизированные предприятия и вновь созданные частные фирмы. Менеджеры должны были ответить на вопрос, какова была доля активов (в рыночных ценах), ранее принадлежавших государству, в активах обследуемого предприятия в момент его приватизации (создания) и какова она была в момент опроса. С точки зрения менеджеров, в Польше в момент приватизации принадлежащие государству активы составляли в среднем 91%, а в 2001 г. — на треть меньше (61%). В случае вновь созданных фирм этот показатель составил, соответственно, 34,3% и 23,1%. Полученные данные представляются крайне неточными, поскольку они основаны на представлениях менеджеров о рыночной стоимости государственной собственности, в то время как не существовало рынка, который эту стоимость мог бы определить<sup>5</sup>.

В рамках проекта Агентства США по международному развитию (USAID) «Поддержка развития путем консолидации реформ» (руководитель Барбара Блашчик, CASE) были проведены два региональных исследования (в Нижней Силезии и Катовицах). Они показали, что, если госпредприятие находилось в хорошем экономическом положении, то чаще всего методом передачи активов в частные руки была приватизация. Если же госпредприятие было в плохом состоянии, такая передача осуществлялась, как правило, с применением процедур банкротства и ликвидации. Медленные темпы передачи активов из государственных рук в частные вызваны неправильной политикой государства в сфере реструктуризации государственных предприятий и тех отраслей экономики, где по-прежнему преобладает государственный сектор.

---

<sup>5</sup> Недостатки такого чрезмерно упрощенного подхода лучше всего видны на примере Беларуси, где, согласно мнению респондентов, в момент приватизации ранее принадлежащие государству активы составили в среднем всего лишь 57,3% основных фондов предприятия. Несомненно, этот показатель является абсурдно низким.

### **3. Выводы**

Польское законодательство, регулирующее приватизацию и корпоративное управление, является весьма обширным и охватывает все важные сферы как преобразований собственности, так и функционирование хозяйствующих субъектов и рынка ценных бумаг. В то же время реальные механизмы корпоративного управления часто оказываются неэффективными. Весьма распространены нарушения интересов мелких акционеров, а в то же время положения законов, направленные на их защиту, подчас используются для нарушения прав крупных акционеров мелкими, представляющими влиятельные промышленные группы интересов. Кроме того, весьма распространены проявления оппортунизма менеджеров, присвоения прибыли и вывода активов из фирмы. Внешние механизмы корпоративного управления часто оказываются слишком слабыми и не всегда в состоянии играть роль эффективного регулятора поведения предприятий. В связи с этим прежде всего следует упомянуть слабый и узкий организованный сегмент рынка ценных бумаг.

Основные причины дисфункций в сфере приватизации и корпоративного управления, по нашему мнению, следующие:

- отсутствие целостной концепции преобразований собственности и развития отношений частной собственности. До сих пор во многом не определено, какова должна быть взаимосвязь между приватизацией и построением оптимальных моделей и механизмов корпоративного управления;

- противоречивость государственной политики (особенно в области рынка ценных бумаг, внешних институциональных инвесторов и роли инсайдеров), клиентелизм;

- несовершенство законодательной базы, которая характеризуется то недостаточным регулированием, то чрезмерным регулированием или неправильным регулированием целого ряда сфер; законодательная база не является целостной, что затрудняет достижение целей трансформации. Некоторые положения законов имеют политический характер и направлены на получение поддержки со стороны различных групп интересов. Ряд положений имеет слишком общий характер и недостаточно инструктивен;

- проблемы с выполнением законов и других правовых актов.

Приватизация в Польше характеризуется высоким разнообразием методов и имеет в основном консенсусный характер. Государственные предприятия с различными характеристиками приватизировались различными методами, что оказало сильное влияние как на первичное формирование структуры собственно-



сти, так и на характер и направление постприватизационных процессов. Поэтому анализ проблемы экзогенности и эндогенности структуры собственности по отношению к экономическим показателям компаний представляется крайне сложным.

## Библиография

- Данные Варшавской фондовой биржи: <http://www.gpw.com.pl>.
- Данные Главного статистического управления: <http://www.stat.gov.pl>.
- Данные Министерства государственной казны: <http://www.mst.gov.pl>.
- Министерство государственной казны (2003): *Privatisation Quarterly*, January-March 2003.
- Błaszczyk, B., ed. (1999): Uwarunkowania wzrostu sektora prywatnego w Polsce, Raporty CASE, 30, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.
- Błaszczyk, B.; Cylwik, A., eds. (1999): Charakterystyka wybranych sektorów infrastrukturalnych i wrażliwych w gospodarce polskiej oraz możliwości ich prywatyzacji, Raporty CASE, 27, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.
- Błaszczyk, B.; Górczyński, M.; Kamiński, T.; Paczowski, B. (2001): Secondary Privatisation in Poland (Part II): Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, CASE Reports, 48, CASE – Center for Social and Economic Research.
- Błaszczyk, B.; Hoshi, I.; Woodward, R., eds. (2003): Secondary Privatisation in Transition Economies. The Evolution of Enterprise Ownership in the Czech Republic, Poland and Slovenia, Palgrave Macmillan, Hampshire and New York.
- Błaszczyk, B.; Woodward, R., eds. (1999): Privatisation and Company Restructuring in Poland, CASE Reports, 18, CASE – Center for Social and Economic Research.
- Dzierżanowski, M.; Pietrzak, E. (2001): Dekada sukcesów czy straconych szans, *Gazeta Wyborcza*, 23 марта.
- Gray, C. W.; Holle, A. (1996): Bank-led Restructuring in Poland: An Empirical Look at the Bank Conciliation Process, *Policy Research Working Paper*, 1650, World Bank.
- Grosfeld, I.; Hashi, I. (2001): The Evolution of Ownership Structure in Firms Privatised through Wholesale Schemes in the Czech Republic and Poland, *CASE Reports*, 49, CASE – Center for Social and Economic Research.
- IBnGR (2001): *Przyszłość polskiego rynku kapitałowego i GPW w świetle potrzeb gospodarki i wyzwania technologicznych*, материалы Польского форума корпоративного управления, Варшава, июль 2002.
- IBnGR (2002): *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego*, IBnGR, Gdańsk.
- Jach, R. (2001): Pięć w stół, czyli wstęp do katharsis, *Parkiet*, 27 апреля.

- Jarosz, M., ed. (1996): *Polish Employee-owned Companies in 1995*, ISP PAN, Warsaw.
- Jarosz, M., ed. (2000): *Ten Years of Direct Privatisation*, ISP PAN, Warsaw.
- Jarosz, M., ed. (2003): *Pułapki prywatyzacji*, ISP PAN, Warszawa.
- Kozarzewski, P. (1999): Elity kierownicze spółek pracowniczych: własność – zarządzanie – świadomość, ISP PAN, Warszawa.
- Kozarzewski, P. (2002): Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies, *Working Papers*, 8, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, SSEES UCL.
- Kozarzewski, P.; Woodward, R. (2001): Secondary Privatisation in Poland (Part I): Evolution of Ownership Structure and Company Performance in Firms Privatised by Employee Buyouts, *CASE Reports*, 47, CASE – Center for Social and Economic Research.
- Michalowicz, T.; Ulanowski W. (2002): Pechowe koszule, *Gazeta Wyborcza*, 18 декабря.
- Montes-Negret, F.; Papi, L. (1996): The Polish Experience in Bank and Enterprise Restructuring, *Policy Research Working Paper*, 1705, World Bank.
- OECD (1999): *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris.
- OECD (2001): *Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes*, OECD, Paris.
- Prusek, T. (2003): Rada wzięta, *Gazeta Wyborcza*, 25-26 января.
- Samcik, M. (2002): Kto rządzi w garniturach?, *Gazeta Wyborcza*, 20 декабря.
- Stec, A. (2003): Inwestorzy indywidualni mają coraz mniej do powiedzenia na giełdzie, *Gazeta Wyborcza*, 5 февраля.
- Stec, A. (2003): Przeprosiny na parkiecie, *Gazeta Wyborcza*, 19-20 июля.
- Szomburg, J. (1996a): Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw drogą leasingu, *Transformacja Gospodarki*, 68, IBnGR, Gdańsk.
- Szomburg, J. (1996b): Efekty prywatyzacji przedsiębiorstw drogą szybkiej sprzedaży, *Transformacja Gospodarki*, 67, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2001a): Własność kontrola polskich korporacji, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2001b): Dekalog dla giełdy: Jak wyprowadzić rynek kapitałowy z impasu?, *Rzeczpospolita*, ноябрь.
- Tamowicz, P.; Dzierżanowski, M. (2002): Biała księga nadzoru korporacyjnego, IBnGR, Gdańsk.
- Warner, A.M., ed. (2002): *The European Competitiveness and Transition Report 2001-2002: Ratings of Accession Progress, Competitiveness, and Economic Re-*

*structuring of European and Transition Economies*, Oxford University Press,  
New York – Oxford.

## **Законодательные акты и другие документы**

Закон от 27 июня 1934 г. «Коммерческий кодекс».

Закон от 24 октября 1934 г. «О несостоятельности».

Закон от 25 сентября 1981 г. «О государственных предприятиях».

Закон от 13 июля 1990 г. «О приватизации государственных предприятий».

Закон от 19 октября 1991 г. «Об управлении сельскохозяйственной недвижимостью, принадлежащей государству».

Закон от 4 марта 1993 г. «О финансовой реструктуризации предприятий и банков».

Закон от 30 апреля 1993 г. «О национальных инвестиционных фондах и их приватизации».

Закон от 29 сентября 1994 г. «О бухгалтерском учете».

Закон от 30 августа 1996 г. «О коммерциализации и приватизации государственных предприятий».

Закон от 21 августа 1997 г. «О публичном обороте ценными бумагами».

Закон от 28 августа 1997 г. «О инвестиционных фондах».

Закон от 28 августа 1997 г. «Об организации и функционировании пенсионных фондов».

Закон от 15 сентября 2000 г. «Кодекс коммерческих компаний».

Лучшая практика в публичных компаниях в 2002 г., утвержденная Варшавской фондовой биржей 4 июля 2002 г.

Регламент Биржевого суда, утвержденный 14 апреля 2000 г.

Регламент Варшавской фондовой биржи, последняя редакция от 22 апреля 2003 г.

Устав Варшавской фондовой биржи, последняя редакция от 11 декабря 2002 г.