

## ИСТОРИЧЕСКИЙ АСПЕКТ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

*Е.И. ОРЛОВА,  
старший преподаватель  
кафедры экономического  
права Минского института  
управления*

**П**равовое регулирование выпуска и обращения ценных бумаг в дореволюционной Беларуси осуществлялось различными отраслями права. Так, обращение государственных ценных бумаг регулировалось нормами государственного права. Их выпуск и размещение регламентировались Кредитным уставом, при этом детально были определены порядок и объем эмиссии, тип носителя, валюта, номинал, доходность, порядок и условия размещения и погашения [1, с.447–463]. Правовое регулирование обращения векселей осуществлялось и гражданским правом. Уставом о векселях регламентировался правовой режим и порядок использования простого, переводного, а также внутреннего и внешнего векселей [2, с.70–75].

Помимо государственных ценных бумаг, символизирующих, как правило, кредитные и вексельные отношения, широкое хождение имели фондовые ценные бумаги в виде различных акций. Правовой режим создания и функционирования акционерных компаний определялся гражданским законодательством. Дореволюционное гражданское законодательство выделяло несколько видов товариществ, ведущее место среди них отводилось акционерным товариществам.

Акционерное товарищество в соответствии со статьей 2131 Гражданского законодательства создавалось путем привлечения капиталов каждого акционера. Образованный таким образом складочный капитал являлся экономической основой деятельности общества. По своим обязательствам акционерное общество отвечало всем ему принадлежащим имуществом. Имущественные права акционеров обеспечивались правом на прибыль и полученные доли в случае выхода из компании, если договор не предусматривал иного. На территории Беларуси в 1900 году действовало 4 акционерные общества, в 1913 – 20, в 1914 – 34. Однако влияние акционерного капитала на экономику дореволюционной Беларуси было незначительным: к объему валовой продукции крупной промышленности он составлял 14,8% [3, с.494].

Законодательство того периода детально регламентировало порядок судебной защиты прав и интересов как акционерного общества, так и акционеров. При этом особый порядок судебной защиты был определен в отношении иностранных компаний.

Анализ дореволюционного гражданского законодательства позволяет сделать вывод о довольно совершенном регулировании общественных отношений в сфере рынка ценных бумаг.

Послереволюционное гражданское законодательство пошло по пути уничтожения частной собственности на средства производства. В области вещного права начался процесс разрушения основы дореволюционного гражданского права – права частной собственности и постепенного образования нового, социалистического института – права государственной социалистической собственности. В обязательном праве первые революционные мероприятия отразились существенным образом. Проводимая

### **РЕЗЮМЕ**

**В статье рассматриваются основные этапы становления и развития института выпуска и обращения корпоративных ценных бумаг на территории Республики Беларусь, их правового регулирования. Прослеживается зависимость существования данного экономико-юридического института от условий хозяйствования и экономического режима.**

национализация земли, лесов, недр, вод, заводов, фабрик, банков, железных дорог, внешней торговли, торгового флота, замена торговли распределением существенно сузила частный оборот, фактически сведя его на «нет», поскольку национализация имущества имела своим следствием запрещение гражданско-правовых сделок в отношении этих имуществ.

Декретом от 14 декабря 1917 года «О национализации банков» банковская деятельность была объявлена государственной монополией [4, с.225–227].

Впоследствии декретом от 26 января 1918 года «О конфискации акционерных капиталов бывших частных банков» были аннулированы все банковские акции, а выплаты дивидендов по акциям – прекращены.

В отличие от банковских акций выплата дивиденда по акциям промышленных и торговых предприятий была первоначально временно приостановлена. Все акции, облигации и прочие процентные бумаги подлежали регистрации с поименной записью их владельцев, отменив тем самым систему процентных бумаг, безымянных акций и облигаций. Фактически с 1918 года был ликвидирован рынок ценных бумаг, так как все сделки с ними законодательно запрещались.

После окончания гражданской войны страна приступила к восстановлению народного хозяйства, проводя новую экономическую политику. В целях максимального привлечения свободных средств для восстановления экономики правительство попыталось перейти к активному использованию ценных бумаг на новых политических и экономических условиях. В течение 1922–1927 годов были выпущены самые разнообразные займы с различными сроками обращения, формами выплаты дохода, способами размещения и так далее. Выпуск государственных ценных бумаг имел существенное значение для преодоления бюджетного дефицита, а также при проведении денежной реформы в 1922–1924 годах.

Облигации займов этого периода характеризовались низким курсом и высокой доходностью. Например, по первому крестьянскому выигрышному займу 1924 года доходность составляла 85 коп. на 1 рубль облигаций. Процентный доход определялся на уровне 8% и даже 12% [5, с.124], что было выгодно для покупателей. Для государства же доходность займов была слишком низкой.

Держатели облигаций займов имели ряд дополнительных льгот, в частности, они могли получать ссуды банков под залог облигаций, использовать облигации при уплате налогов. Это обеспечивало высокую ликвидность государственных ценных бумаг.

Новая экономическая политика открыла дорогу развитию других элементов рынка ценных бумаг, способствовала восстановлению вексельного обращения и акционирования. Вексельное обращение регулировалось Декретом Совета на-

родных комиссаров от 24 июня 1923 года «Положение о векселях».

1 января 1926 года Народным комиссариатом финансов была принята Инструкция Государственного банка по операциям учета векселей и специальным текущим счетам, обеспеченным векселями [5, с.125]. Принимались меры повышения вексельной дисциплины.

В 20-х годах стали создаваться акционерные общества. Они представляли одну из форм управления промышленностью, торговлей и банками при совместном участии в управлении нескольких хозяйственных организаций. С 1923 по 1928 годы зарегистрировано 20 частных акционерных обществ [3].

Порядок создания и функционирования акционерных обществ (паевое товарищество) [6] регулировали статьи 359–403 Гражданского кодекса БССР 1923 года.

Постановлением ЦИК и СНК СССР от 3 июня 1930 года «О порядке выпуска в обращение ценных бумаг и денежных суррогатов» осуществлялось правовое регулирование выпуска в обращение акций, временных свидетельств, облигаций, чеков [7], принято постановление ЦИК и СНК СССР от 6 ноября 1929 года «Об утверждении Положения о чеках» [8].

В период новой экономической политики в обращении находились различные виды ценных бумаг. Наиболее совершенным, по нашему мнению, было законодательство, регулирующее обращение векселей и акций.

Начиная с 1927 года, страна вступила в стадию индустриализации, изменив государственный курс на развитие рынка ценных бумаг. Главной формой размещения государственных ценных бумаг стала «подписка в рассрочку». Такое положение заключалось в добровольно-принудительном размещении и оплате облигаций. Сберкассы издавали инструкции о порядке размещения займа, бланки для его учета и оформления, авансовую сумму облигаций предприятиям, учреждениям и сельским Советам. Последние выдавали гражданам подписной лист, содержащий фамилию подписчика и сумму, на которую приобретались облигации. Затем подписные листы передавались в бухгалтерию для удержания взносов из заработной платы рабочих и служащих. Государственные предприятия были обязаны помещать все запасные и резервные средства в государственные ценные бумаги. Кооперативные и акционерные (паевые) общества вкладывали в них в свою очередь около 60% резервных средств. Состав кредиторов государства включал всех юридических лиц.

Отказ от принципов новой экономической политики повлиял на использование ценных бумаг предприятий – векселей и акций. В 1929–1930 годах акционерные общества стали заменяться формами государственных предприятий.

С принятием «Положения об акционерных обществах», утвержденным постановлением ЦИК и СНК СССР от 17 августа 1927 года [9], в Гражданском кодексе БССР 1923 года остались только семь статей, которые делали отсылку на названное Положение.

Недолго просуществовало и вексельное обращение. В 1937 году на территории СССР было введено в действие, основанное на Женевской вексельной конвенции 1930 года «Положение о простом и переводном векселе». Однако вексель использовался только в расчетных и кредитных отношениях, возникающих в сфере экономического сотрудничества страны с капиталистическими странами. Во внутреннем же обороте СССР вексельное обращение было ликвидировано еще в 1930 году, этот шаг был вызван переходом к системе прямого банковского кредитования народного хозяйства.

Постановлением ЦИК и СНК СССР от 31 мая 1935 года №9 вводилась уголовная ответственность за незаконный выпуск ценных бумаг и денежных суррогатов [10].

В дальнейшем ценные бумаги практически вышли из народнохозяйственного оборота СССР. Гражданское законодательство 1964 года не содержало статей, специально посвященных правовому регулированию рынка ценных бумаг, так как в то время существовал лишь рынок государственных ценных бумаг, который регулировался в основном нормами финансового права.

На стыке веков, последнее десятилетие (конец XX – начало XXI в.) явилось переломным моментом для понятий собственности: на смену государственной социалистической собственности пришла частная собственность. Экономические отношения существенно потеснили административно-командную систему.

Развитие рынка ценных бумаг происходило в условиях отсутствия законов, определяющих нормативную правовую базу. Ее формирование осуществлялось на основании постановлений Правительства Республики Беларусь и ведомственных нормативных актов.

Удалось добиться качественного изменения ситуации, когда были приняты и вступили в силу Гражданский кодекс Республики Беларусь от 7 декабря 1998 года, а также законы «Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью», «О ценных бумагах и фондовых биржах» и другие. Можно ожидать принятия в ближайшее время новой редакции Закона «Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью».

За 12 лет существования фондового рынка только около трехсот ОАО были созданы «с нуля».

Основу современного фондового рынка составляют акции открытых акционерных обществ,

которых по состоянию на 1 августа 2004 года в Республике Беларусь насчитывается 1795, из них создано в процессе приватизации государственной собственности 1492, или 83,1% [11]. Несмотря на удельный вес выпущенных акций в общем объеме эмиссии всех ценных бумаг (более 70%), их вторичное обращение незначительно. Так, за январь–июнь 2004 года – более 20 млрд рублей [11]. За истекший период ситуация изменилась незначительно. По нашему мнению, большой объем эмиссии и в то же время практически отсутствие вторичного рынка обусловлено следующими причинами. В республике недостаточно эффективным является законодательство, определяющее создание и функционирование акционерных обществ, а также слабо используется возможность привлечения инвестиций с помощью инструментов фондового рынка и в частности акций. В настоящее время в собственности государства находится свыше 80% от общего количества выпущенных в республике акций ОАО [12].

На отчуждение в период безвозмездной приватизации акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20% ниже номинальной стоимости) в обмен на именные приватизационные чеки «Имущество», действует запрет, установленный Декретом Президента Республики Беларусь от 20 марта 1998 года №3. В создавшихся условиях оставшиеся в свободном обращении акции (порядка 5–10% от общего объема выпущенных акций) не позволяют создать ликвидный рынок акций.

Но главным фактором, сдерживающим развитие рынка корпоративных ценных бумаг, является высокое налогообложение. Так, Декрет Президента Республики Беларусь от 23 декабря 1999 года №43 «О налогообложении доходов, полученных в отдельных сферах деятельности» устанавливает, что доходы от операций с ценными бумагами облагаются налогом на доходы: полученные банками и небанковскими кредитно-финансовыми учреждениями и страховыми организациями – по ставке 30%; иными юридическими лицами – 40%. Документ делает для инвестора более привлекательными государственные ценные бумаги, на суммы доходов от операций с которыми может быть уменьшена налогооблагаемая база.

После выхода данного Декрета выпуск корпоративных облигаций был осуществлен только в феврале 2004 года ОАО «Джек-банк» на сумму, эквивалентную 556 586 долл. США.

Обходя по уровню дохода депозиты, депозитные сертификаты и банковские векселя, облигации ОАО «Джем-банк» уже при размещении уступали в доходности государственным ценным бумагам. Так, например, дисконтные ГДО–57 со сроком обращения 386 дней, размещенные 27 января 2004 года, имели годовую доходность 26,8%. /<http://www.bcse.by> – официальный сайт ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

По нашему мнению, снижение налога на доходы, полученные от операций с корпоративными ценными бумагами, до уровня налога на прибыль (24%, что соответствует уровню налогообложения в Российской Федерации) позволит несколько уравнивать государственные и корпоративные ценные бумаги. Это создаст благоприятные условия для развития национального фондового рынка.

В целом, оценивая перспективы развития ценных бумаг в Республике Беларусь, следует отметить неоправданные масштабы такого сегмента рынка, как государственные ценные бумаги, в который уводятся средства из реального сектора экономики. Необходимо обеспечить этим бумагам невысокий, но надежный уровень дохода, сделав их одним, но (не единственным) инст-

рументом вложения средств. Дальнейшее развитие фондового рынка невозможно без выработки научно обоснованной стратегии выпуска и обращения государственных ценных бумаг, исходя из долгосрочных государственных интересов. Государственные ценные бумаги должны не только использоваться для решения текущих финансовых вопросов, но и в качестве средства развития рынка прочих ценных бумаг, в первую очередь, корпоративных, а также для подъема реального сектора экономики. Для этого необходимо решить вопрос о льготном налогообложении доходов и операций с государственными ценными бумагами, преодолеть монополизм государственных ценных бумаг на фондовом рынке, уменьшить стоимость обслуживания государственного долга.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Свод Законов Российской империи. СПб., 1897. Кн. II. т. 11.
2. Капустин А.Д. Торговый коммерческий и промышленный хранитель и справочно-юридическая библиотека. СПб., 1887.
3. Энциклапедыя Гісторыі Белаўрсі. У 6 т. Т. 1. Мн.: «Беларуская энцыклапедыя» імя Петруся Броўкі. 1993.
4. Декреты советской власти. Т. 1. М.: Политическая литература, 1957.
5. Ценные бумаги. Учеб. под ред. Колесникова В.И., Торкановского В.С. М.: Финансы и статистика, 2001.
6. О введении в действие Гражданского кодекса БССР от 2 февраля 1923 года: Постановление Президиума Центрального Исполнительного Комитета БССР СУ БССР 1923 года. №3, ст. 29.
7. О порядке выпуска в обращение ценных бумаг и денежных суррогатов: Постановление ЦИК и СНК СССР от 3 июня 1930 года Собрание законов и распоряжений правительства СССР. 1930. №32, ст. 345.
8. Об утверждении Положения о чеках: Постановление ЦИК и СНК СССР от 6 ноября 1929 года Собрание законов и распоряжений правительства СССР. 1929. №73, ст. 696.
9. Положение об акционерных обществах: Постановление ЦИК и СНК СССР от 17 августа 1927 года Собрание законов и распоряжений правительства СССР. 1929. №73, ст. 696.
10. Об уголовной ответственности за незаконный выпуск ценных бумаг и денежных суррогатов: Постановление ЦИК и СНК СССР от 31 мая 1935 года №9 Собрание законов и распоряжений правительства СССР. 1935. №30, ст. 234.
11. А. Гальперин. Рынок ценных бумаг Республики Беларусь: состояние и перспективы // Банковский вестник, №31. 2004.
12. А. Касперович. Рынок корпоративных ценных бумаг // Белорусский фондовый рынок. №2, 2004.

#### SUMMARY

The article looks at the main stages of forming and developing the institution of issuing and circulating corporate stock on the territory of the Republic of Belarus and its legal control. A dependence of this economic and juridical institution on management conditions and the conditions of the economic regime is observed.