

ГЛАВА 1

ОСНОВНИ ПОЛОЖЕНИЯ

Защо е Важен корпоративният контрол?¹

CIPE – Център за международно частно предприемачество към Търговската камара на САЩ

Малко са темите, имащи по-централно място от корпоративния контрол в дневния ред на форумите, посветени на международния бизнес и развитието. Серия от събития през последните две десетилетия превърнаха проблемите на корпоративния контрол в тема с изключителна важност както за международната бизнес общност, така и за международните финансови институции. Драматични бизнес неуспехи като скандалът с позорно прочулата се Bank of Credit and Commerce, кризата със Savings and Loan (S&L)² в САЩ както и несъответствието между размера на възнагражденията в управленските структури и постигнатите от фирмата резултати, създадоха необходимост от

¹ Текстът представлява първата част от Наръчника на CIPE: Институционализиране на корпоративния контрол в развиващи се, преходни и нововъзникващи икономики и може да се намери на: < <http://www.cipe.org/fs/techpapers/index.php3> > .

² S&L, кредитно-спестовна институция в САЩ, специализирана в ипотечни заеми; през 80-те и до началото на 90-те години изпада в тежка ликвидна криза, като общите загуби на данькоплатците за оздравяването ѝ се оценяват между 200 и 500 млрд. долара. Счита се за класически случай на лош корпоративен контрол, мениджърски злоупотреби, търговия с вътрешна информация и пр.

промяна в развитите държави. С по-скорошна дата мащабните скандали, финансовите кризи и/или институционалните провали в Русия, Азия и Съединените Щати поставиха проблемите на корпоративния контрол на преден план в развиващите се страни, преходните икономики, както и на нововъзникващите пазари.

Тези примери илюстрират, че отсъствието на корпоративен контрол създава възможност на инсайдрите¹ (независимо дали те са мениджъри на компании, корпоративни директори или представители на властта) да източват компаниите и/или публичните фондове за сметка на акционери, кредитори и другите лица, имащи интереси във фирмата (работници, доставчици, определени общности, взети в цялост, и т.н.). Въпреки това в съвременната глобална икономика компании и държави със слаби системи за корпоративен контрол е много вероятно да понесат сериозни последици, надхвърлящи финансовите скандали и кризи. Това, което става все по-ясно, е, че начинът по който се извършва надзорът над корпоративното поведение (често назоваван **корпоративен контрол**), в голяма степен предопределя съдбата на отделните компании и на цели икономики в ерата на глобализацията.

Глобализацията и либерализацията на финансовите пазари допринесоха за развитието на нови международни пазари с възможност за реализиране на огромни печалби. Освен това глобализацията и либерализацията са процеси, които поставиха компаниите в среда на ожесточена конкуренция и в условията на значителни капиталови флукутации. Националните делови среди и мениджърите на компаниите започват да осъзнават, че за да разширят дейността си и да бъдат конкурентоспособни в международен мащаб, те се нуждаят от такива равнища на капитала, които надвишават традиционните източници на финансиране.

Неспособността за привличане на адекватни равнища на капитала засяга самото съществуване на отделни фирми и може да има застрашаващи последици за икономиките като цяло. Недостигът на ка-

¹ Инсайдрите (вътрешните лица) са членове на висшия управленски екип на компанията или такива, които са лично обвързани с управлението или дори с определена сделка. Те са реално противопоставени на аутсайдрите, лица, които могат да бъдат акционери или дори независими директори във фирмата, без да разполагат с вътрешна информация по оперативното управление (б. р.).

питал например подкопава конкурентоспособността на фирмите, водейки до закриване на работни места, като последиците от това са загуба на трудно постигнатите социални и икономически изгоди и увеличаване на бедността. Фирмите, които са неспособни да привлекат необходимия им капитал, поемат риска да станат доставчици и разпространители на продуктите на световни мултинационални компании, или, което е дори по-лошо – стават неспособни да се конкурират и следователно биват изхвърлени напълно от международните пазари, като по този начин цели икономики са изправени пред риска да пропуснат предимствата на глобализацията.

Освен това скорошните финансови кризи, провокирани от корупцията и мениджърски злоупотреби, превърнаха в наши дни привличането на достатъчни равнища на капитал в изключително предизвикателство. Тези кризи струват на инвеститорите милиарди долари и саботират финансовата жизнеспособност на компаниите. Те допринасят за нарастване активността на акционерите и за надпревара за инвестиции. Инвеститорите и по-специално институционалните инвеститори ясно демонстрират, че не са склонни да плащат сметката за корупцията и лошото управление. Преди да поверят каквито и да било фондове за управление, инвеститорите все повече изискват доказателства, че компаниите функционират съгласно добрата бизнес практика, която минимизира възможностите за корупция и лошо управление. Освен това инвеститорите и институциите в Богота или Бостън, Пекин или Берлин искат да анализират и сравняват възможните инвестиции при еднакви стандарти на прозрачност, яснота и точност за финансовото състояние на компаниите преди да направят инвестицията си. Всъщност, за да може един бизнес да заслужи доверие и да устои на критичния поглед на международните инвеститори, е необходимо нещо повече от глобален маркетинг: за местните компании и за икономиките като цяло е от изключителна важност те да реализират растеж и да просперираат.

Изводът е, че инвеститорите търсят компании, които имат структури за корпоративен контрол, изградени съгласно добрата бизнес практика. Корпоративният контрол въплъщава „правилата на играта“, по които се осъществява вътрешният надзор на компаниите от страна на бордовете на директорите с оглед да се защитят интересите и

финансовото участие на акционерите, които могат да живеят на хиляди мили от централата на фирмата. Точно както доброто правителство изисква прозрачност с цел хората ефективно да могат да отсъдят дали интересите им са защитени, корпорациите също трябва да действат по демократичен и прозрачен начин, така че техните собственици да могат да вземат обосновани решения относно инвестициите си. Това е основната идея на корпоративния контрол.

Нещо, което често се пренебрегва, е фактът, че корпоративният контрол е така важен за публичния сектор, както и за компаниите от частния сектор. Институционализирането на корпоративния контрол в рамките на фирмите от публичния сектор напоследък буди все по-голям интерес. Такъв е случаят, когато страните се опитват да обуздаят широко разпространената корупция в публичния сектор или когато се подготвят публични предприятия за приватизация. И при двата сценария мерките на добрия корпоративен контрол гарантират, че обществото ще получи справедлива цена за своите национални активи.

„Корпоративното управление определя разпределението на властта и отговорностите между различните участници в корпорацията, като например борда, мениджърите, акционерите и другите заинтересовани страни, и изработва правилата и процедурите за вземане на решенията, свързани с корпорацията. По този начин се осигурява и структура, чрез която се формулират целите на компанията и средствата за постигането им, както и мониторинг на представянето на компанията“.

Из Принципи на корпоративния контрол на OECD – www.oecd.org

Как корпоративният контрол може да помогне на компаниите и националните икономики?

Корпоративният контрол подпомага компаниите и икономиките в привличането на инвестиции и в укрепването на основите за дългосрочната им икономическа резултатност и конкурентоспособност в няколко направления. На първо място, чрез търсене на прозрачност в корпоративните сделки, в счетоводните и одиторските процедури, в

покупко-продажбите, както и във всички многобройни сделки, извършвани във всеки индивидуален бизнес, корпоративният контрол атакува предлагашата подкуп страна в корупционното взаимоотношение. Корупцията изсмуква финансовите ресурси на компаниите и подкопава конкурентоспособността, отблъсквайки инвеститорите. На второ място, процедурите на корпоративния контрол подобряват мениджмънта на фирмата, като помагат на мениджърите и на бордовете да разработят стратегия на компанията, съобразена с добрата бизнес практика, гарантират, че сливанията и поглъщанията се правят също от съображения за добра бизнес практика, както и че системата за възнаграждения е обвързана с представянето на компанията. Това помага на компаниите да привличат инвестиции при изгодни условия и подобрява резултатите от дейността на фирмата.

На трето място, чрез приемане на стандартите за прозрачност в отношенията с инвеститорите и кредиторите, една силна система за корпоративен контрол позволява да се предотвратят системни банкови кризи дори в държави, където повечето фирми не се търгуват активно на фондовите пазари. Следващата крачка – приемането на процедурите при фалит – също гарантира, че съществуват методи за справяне с неуспехите в бизнеса, които са справедливи за всички заинтересовани от работата на фирмата страни, включително работници, собственици и кредитори. Без адекватни процедури при фалит и по-специално без механизми за ефективното им прилагане, не може да се направи почти нищо, за да се попречи на инсайдрите да източват останалата стойност на обявената в несъстоятелност фирма за свое облагодетелстване. Такива процеси протичаха в голям мащаб по време на приватизационните кампании в преходните икономики и на нововъзникващите пазари и имаха катастрофални резултати.

На четвърто място, скорошни проучвания показват, че страни, при които корпоративният контрол осигурява по-силна защита за миноритарните акционери, имат и много по-широки и по-ликвидни капиталови пазари. Съпоставката на държави, които основават своето законодателство на различни правни традиции, показва, че при страните със слаби системи резултатът най-често е повечето компании да се контролират от доминиращи инвеститори, отколкото компании със силно разпръсната собственост. Следователно за държави, които се

опитват да привлекат дребни инвеститори – независимо дали вътрешни или чуждестранни – корпоративният контрол е от изключителна важност за стимулирането на потенциалните инвеститори да извадят твърдата си валута от дюшеци и буркани¹. Взети заедно, тези малки инвеститори могат да бъдат един значителен източник на големи дългосрочни инвестиции.

Нещо повече, институционализирането на практиките на корпоративния контрол в голяма степен засилва вярата на обществото в почтеността на приватизационния процес и спомага да се изгради убеждението, че държавата реализира най-високата възможна възвръщаемост на своите инвестиции. Това от своя страна насърчава заестостта и икономическия растеж.

„Добрият корпоративен контрол:

- ✓ намалява риска
- ✓ подобрява резултатността на компанията
- ✓ подобрява достъпа до капиталови пазари
- ✓ увеличава продаваемостта на стоките и услугите
- ✓ подобрява ръководството на компанията
- ✓ демонстрира прозрачност и социална отговорност“

Corporate Governance, CIMA – www.cima.org.uk

Необходимостта от корпоративен контрол е неотложна

Въпреки че институционализирането на корпоративния контрол очевидно е от полза за фирмите и за държавите, бързите темпове на глобализация правят нуждата от корпоративен контрол неотложна. Това налага фирмите и националните правителства да направят някои фундаментални промени. Компаниите трябва да променят начина, по който работят, докато националните правителства трябва да създадат и поддържат подходящата институционална рамка.

При отсъствието на правила и структури със задължителен харак-

¹ Rafael La Porta, Florencio Lopes De Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, „Legal Determinants of External Finance“, *The Journal of Finance* 52, July 1997, pp. 1131–50.

тер резултатът е анархия. При такива условия бизнесът се превръща в нещо като „казино капитализъм“, при който инвестициите са просто облози: облози за това, дали хората ще спазят дадената дума, облози дали фирмите казват истината, облози дали на работниците ще бъде платено и облози дали дълговете ще бъдат изплатени в срок.

В по-широк смисъл основната идея на корпоративния контрол е по какъв начин да бъде изградена една структура, така че да позволява достатъчна степен на свобода в рамките на закона. Някои от ключовите промени включват приемането на международни стандарти за прозрачност, яснота и точност на финансовите отчети, така че инвеститорите и кредиторите да могат лесно да сравняват потенциалните инвестиции.

Усилията за подобряване на корпоративния контрол започват преди около 15 години чрез създаването на международни стандарти и понастоящем силно са разширили обхвата си. Първоначално, преди около 10 години, каузата е подета от Световната търговска организация и от нейните страни-членки, като целта е да се разработят стандарти, които да подпомагат компаниите да се разрастват през границите, като убеждават инвеститорите и кредиторите, че в тяхната страна или регион могат да се правят сигурни инвестиции. Към този момент международните счетоводни органи и националните асоциации на счетоводителите са изработили система от международни счетоводни стандарти.

В допълнение, през последните няколко години Световната банка, Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (OECD), повечето от регионалните банки за развитие, както и различни агенции за развитие са започнали или развили програми за корпоративен контрол. Също така, организации, свързани по един или друг начин с бизнеса, като например CIFE – Центъра за международно частно предприемачество, филиал на Търговската Камара на САЩ, поставят корпоративния контрол на първо място в списъка на своите приоритети. Консултантски институти и бизнес асоциации в развиващите се страни и в икономиките в преход също концентрират ресурсите си върху корпоративния контрол.

Корпоративният контрол буди изключителен интерес и в развитите страни. В САЩ съществува силно безпокойство относно „незави-

симостта“ на независимите одити, както стана ясно от скорошни публикации относно нарушаване на правилата, забраняващи на одиторите да инвестират в компаниите, на които те правят одит. Фалитът на Enron¹ е пример от такъв характер. Най-общо казано, напредничавите индустриални общества осъзнават, че с цел привличане на инвестиции и постигане на конкурентоспособност в международен мащаб, те трябва да реформират и укрепят корпоративния контрол. Затова през последните години Комисията Cadbury във Великобритания, Комисията Vienot във Франция, Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (OECD), както и Кралският комитет за корпоративен контрол в Южна Африка са издали нови принципи и правила за корпоративен контрол.

Работата егва е започнала

Въпреки че тези правила и принципи помогнаха на компании и икономики в привличането на инвестиции и за подобряване на представянето им, финансови скандали и източване на капитали продължават да бичуват всички региони в света. Следователно съществуването на правилата и принципите трябва да се разглежда като един от съществени компоненти на системата за добър корпоративен контрол.

Като начало, за да имат мерките на корпоративния контрол съдържателно въздействие във всяка една икономика, е необходимо създаването и разработването на система от демократични по същината си пазарни институции, включително и правна система, която да осигурява ефективното осъществяване на договорите и правата на собственост. На този етап в повечето развиващи се икономики, дори в най-демократичните, пазарните институции са все още слаби. При тези обстоятелства институционализирането на корпоративния контрол на развиващите се и на нововъзникващите пазари изисква повече от елементарно привнасяне на добре разработени модели за корпоративен контрол, функциониращи в развитите икономики. Необ-

¹ Скандалните счетоводни практики, прилагани от Enron, Worldcom и пр., разкрити при техните фалити, подрониха съществено доверието в корпоративното поведение и на най-големите компании и доведоха до фактическо прекратяване на Arthur Anderson като самостоятелна одит компания.

ходимо е да се обърне специално внимание на създаването на необходимите политически и икономически институции, които да бъдат приспособени към специфичните нужди на държавата и да окажат подкрепа на корпоративния контрол.

Кампанията за институционализиране на строг корпоративен контрол не приключва с изграждането на тези политически и икономически институции. Само добре изградени и добре функциониращи институции могат да приведат в действие съществуващите правила, принципи и кодекси за корпоративен контрол. Ако тези принципи или кодекси не успеят да обхванат ключовите проблеми на корпоративния контрол, дори най-добрите институции ще бъдат неспособни да предложат решения.

Всички ние сме насочили вниманието си почти изключително върху проблемите на корпоративния контрол в публичните предприятия или в листираните компании, търгуваните на фондовите борси компании, при положение, че знаем, че 90 и повече процента от бизнеса в света се прави от семейно контролирани или семейно притежавани предприятия“

Stephen Davis, Изгamel на сн. Global Proxy Watch

Много често случаят е точно такъв. Много кодекси, включително и принципите на OECD, не успяват да обхванат някои от проблемите на корпоративния контрол, които, ако бъдат оставени непроверени, могат да причинят съществени щети както в развиващите се, така и в развитите икономики. Една решаваща слабост на съществуващите правила и принципи е, че те не се прилагат към всички корпорации по равноправен начин. Принципите например не се прилагат за нелистираните на борсата корпорации, много от които често са семейно притежавани. Все още семейно притежаваните компании преобладават в много развиващи се икономики, а броят им е значим също и в определени развити икономики. Освен това ролята на механизмите за обслужване на дълга и за излизане от бизнеса са недостатъчно застъпени в много от съществуващите понастоящем кодекси по корпоративен контрол. Необходими са ясни и приложими стандарти, които да предотвратят незаконното отпускане на заеми между свърза-

ни лица, което представлява широко разпространена практика както в някои развити, така и в развиващи се икономики и е причина за скорошните финансови кризи в Източна Европа и Азия. Накратко, с оглед да бъдат ефективни, съществуващите правила и принципи трябва да бъдат така допълнени, че да отговорят и на този тип проблеми на корпоративния контрол.

По тези причини Центърът за международно частно предприемачество състави Работна група за корпоративен контрол, съставена от експерти в тази област и имаща за цел да изготви оценка, от една страна, на институционалната рамка в развиващите се и преходните икономики, и на нововъзникващите пазари, и от друга – на принципите на OECD, за да се установят необходимите механизми за ефективното прилагане на корпоративния контрол в цял свят.

Настоящият материал е резултат от дискусиите на Работната група, както и от десетгодишния опит на Центъра за международно частно предприемачество в промоцирането на корпоративния контрол по цял свят. Той започва с общ обзор на проблемите на корпоративния контрол и с резюме на насоките на OECD. Следва подробна дискусия за основните демократични, основани на пазарните принципи институции, които трябва да съществуват, за да бъдат кодексите за корпоративен контрол ефективни в развиващите се и преходните икономики и на нововъзникващите пазари. Наблегнато е върху няколко от очевидните проблеми на корпоративния контрол, които не са обхванати от традиционния подход към него, но които се отнасят за всяка фирма и икономика (настоящата глава в сборника – б.р.). На следващо място, изтъкнати са някои от ключовите предизвикателства пред институционализирането на корпоративния контрол в развиващите се страни и икономиките в преход, както и на нововъзникващите пазари (обособени самостоятелно във втория раздел на сборника – б.р.) Следва серия от проучвания на отделни случаи, които осигуряват някои полезни стратегии за институционализиране на корпоративния контрол в различни контексти – (включени отделно в раздел трети б.р.). Дискусията завършва със справочник на полезните източници, който показва на читателите къде могат да открият допълнителна информация по въпросите на корпоративния контрол (публикуван самостоятелно в края на сборника – б.р.).

Откъде възниква необходимостта от корпоративен контрол?

Първоначалната необходимост от корпоративен контрол води началото си от разделянето на собствеността и контрола в публичните компании. Инвеститорите търсят да инвестират капитала си в печеливши фирми, за да се радват на изгодата от печелившите си вложения в бъдеще. Все още много инвеститори нямат нужните време и опит да разработят фирма и да са сигурни, че тя ще им носи възвръщаемост на инвестицията. Поради това инвеститорите наемат експерти-мениджъри, които да управляват компанията на оперативни ниво по такъв начин, че дейностите на фирмата да подобряват печалбата и дългосрочното представяне на компанията.

Ключов недостатък на тази система е, че мениджърите и/или корпоративните директори често не са собственици и следователно те няма да носят отговорност при загуба на инвестиции и печалби от лоша резултатност на компанията¹. В резултат на това мениджърите и/или директорите могат да предприемат действия, които да обезценят инвестициите на акционерите. Например те могат да не бъдат достатъчно бдителни в надзора на вътрешните операции на компанията, могат да поемат допълнителни рискове, когато се намират в опасна ситуация или пък да поемат недостатъчен риск, когато позицията им е сигурна. Те могат да се противопоставят на превземане на управлението, което би било най-добър вариант за компанията, да намалят дългосрочната доходност на акциите или с цел да гарантират положението си, да инвестират в западащи индустрии, с чието управление те се справят добре, но които не са печеливши. Мениджърите също така могат да се изкушат да присвояват от компанията чрез опустошаване на пенсионния фонд, да плащат изкуствено завишени трансферни цени на лица, с които са свързани, или да участват в инсайдрска търговия². Такова поведение очевидно влошава

¹ Това разделяне на собствеността и контрола често се назовава „проблем на принципал и агента“. Принципали са инвеститорите, които предоставят капитала, докато мениджърите са агентите на инвеститорите, които управляват компанията (б.р.).

² Примерите са взети от публикация на Jean Tirole, „Corporate Governance“, *Econometrica*, Vol. 69, №1, January 2001, p.2. (Insider dealing буквално означава търговия, основана на вътрешна информация или пост в ръководната йерерхия на фирмата, който му осигурява достъп до вътрешна информация.)

результатността и финансовата жизнеспособност на фирмата и показва необходимостта от корпоративен контрол.

Въпреки това необходимостта от корпоративен контрол в развиващите се страни и икономиките в преход и на нововъзникващите пазари се простира много по-далеч от решаването на проблемите, произтичащи от разделението на собствеността и контрола. Развиващите се икономики и нововъзникващите пазари са постоянно изправени пред трудности като липса на права на собственост, незачитане правата на миноритарните акционери, нарушаване на договори, източване на активи и сделки, при които мениджърите сключват от името на корпорацията self-dealing сделки, т.е. с фирми на самите мениджъри или с фирми на свързани с тях лица, по непазарни цени.

Лошото е, че такива действия често остават ненаказани. Това е така, защото в повечето развиващи се страни и икономиките в преход и на нововъзникващите пазари липсват необходимите политически и икономически институции, гарантиращи функционирането на демократичната система и на пазарния механизъм. Без тези институции мерките на корпоративния контрол биха имали много слабо въздействие. Следователно в контекста на развиващите се страни и икономиките в преход и на нововъзникващите пазари институционализирането на корпоративния контрол е свързано с изграждането на демократични, пазарноориентирани институции, както и с разработването на насоки за добро вътрешно управление на компаниите.

Структурата на корпоративната собственост е от значение

Всички системи за корпоративен контрол се основават на четири основни принципа: справедливост, подотчетност, отговорност и прозрачност. Специфичните предизвикателства при спазването на тези принципи зависят от структурата на собствеността в корпоративния сектор.

Съществуват два типа структури на корпоративната собственост: концентрирана и разпръсната. При концентрираните структури собствеността и/или контролът са съсредоточени в ръцете на малък брой хора, семейства, мениджъри, директори, холдингови компании, бан-

ки и/или други нефинансови корпорации. Тъй като тези лица или групи често управляват, контролират или оказват силен натиск върху начина на работа на компанията, те се наричат инсайдъри. Ето защо концентрираните структури на собствеността са известни още и като инсайдърски системи. Повечето държави, особено тези, управлявани от системата на гражданското право, имат концентрирани структури на собствеността.

Инсайдърите упражняват контрол върху компаниите по няколко начина. Общият сценарий е, когато те притежават мажоритарен дял от собствеността и правата на глас в компанията. (Често притежателите на голям дял собственост или на голям брой права на глас контролират управлението чрез директно представяне в борда на компанията.) В други случаи инсайдърите притежават по-ограничен брой акции, но владеят болшинството от правата на глас. Това се случва, когато съществуват различни класове акции и някои от тях имат по-голям брой права на глас от други. (В някои случаи някои акции са без право на глас.) Това също така се случва при гласуване чрез пълномощници и при гласуване чрез тръстове. Ако малък брой собственици притежават акции със значителен брой права на глас, те могат ефективно да контролират една компания дори когато не осигуряват мажоритарната част от капитала ѝ¹.

Другият вид структура на собствеността е разпръснатата. При този сценарий е налице голям брой собственици, всеки от които притежава малък брой акции на компанията. Дребните акционери имат малко стимули да следят отблизо дейността на компанията и обикновено не вземат участие в управленските решения и политиката на компанията. Ето защо те са наречени аутсайдъри, а разпръснатата система на собствеността е известна още като аутсайдърска система. В страните с обичайно право, като Великобритания и Съединените Щати, са по-разпространени разпръснатите структури на собствеността.

¹ Пирамидалните структури на собственост например дават възможност на инсайдърите на върха на пирамидата да разпрострат своя контрол върху корпорации и огромни корпоративни активи, въпреки че притежават много малък дял от собствеността на фирмите, намиращи се на по-ниските нива на пирамидата.

“Както гражданското, така и обичайното право могат да адаптират концепциите и практиките на добрия корпоративен контрол и мисля, че би било погрешно да се приложи в страните от Източна Европа Кодексът на щата Делауър, САЩ. Въобще не е задължително да се очаква чрез такава стъпка да се постигнат добрите бизнес практики. Ако правната система е основана на гражданското право, и ако тя е удобна на хората, то тогава тя трябва да бъде преработена, ако институциите и хората искат в нея да се въведат принципите на добрите практики. В края на краищата, в гражданския кодекс не съществува текст, който да постановява, че трябва да направиш предупреждение за срещите си тридесет дни по-рано, вместо например пет дена преди това.”

**Чарлз Шварц, Експерт по корпоративен контрол,
Агенция за международно развитие, САЩ**

Всяка система съдържа предизвикателства преди корпоративния контрол

И двете системи, инсайдрската и аутсайдрската, притежават свои предимства и недостатъци и следователно свои предизвикателства за прилагането на корпоративния контрол. Те накратко са представени по-долу, като се започва с инсайдрската система.

Инсайдрските системи

Компаниите, контролирани от инсайдъри, имат някои предимства. Инсайдрите притежават властта и мотивацията отблизо да следят управлението и по този начин да сведат до минимум лошото управление и злоупотребите. Нещо повече, поради значителните си права на собственост и контрол, инсайдрите са склонни да задържат инвестициите си в дадена фирма за дълги периоди от време. В резултат на това инсайдрите обикновено подкрепят решения, които биха подобрили дългосрочното представяне на фирмата, а не такива, които целят максимизиране на краткосрочните печалби.

Въпреки това инсайдрските системи предразполагат компанията към определени провали в корпоративния контрол. Пример за това

е, когато доминиращите собственици и/или притежатели на права на глас могат да принуждават или заговорничат с мениджмънта на компанията, за да присвоят активите на фирмата за сметка на миноритарните акционери. Рискът от възникването на такава ситуация е значителен, когато миноритарните акционери не могат да се ползват от законните си права. Подобен е случаят, когато мениджърите са притежатели на голям дял акции и/или права на глас и могат да използват своята мощ, за да оказват натиск върху борда при вземането на решения, които директно ги облагодетелстват за сметка на компанията. Други чести примери са мениджърите да убеждават бордовете да утвърждават за тях прекомерно високи заплати и бонуси или да одобряват покупката на надценени суровини от фирма, в която мениджърът притежава голям дял¹.

Притежателите на голям брой акции или права на глас разполагат и с други средства да ощетяват компанията по своя воля. Едно от тях е да насърчават борда да одобрява покупка на фирма конкурент с единствената цел да се разшири пазарният дял на компанията и по този начин да се унищожи конкуренцията. Друго такова средство е да се убеди бордът да откаже оферти за превземане, поради страх да не се загуби контролът върху фирмата дори когато превземането би могло да подобри резултатите на компанията. Опасността от такива действия се засилва при семейно притежавани или контролирани от инсайдръри компании, които, тъй като не са листирани на фондовия пазар, са защитени от неговия натиск.

Когато банки, отпуснали кредити на една компания, притежават голям брой акции и/или права на глас в нея, е възможно възникването на конфликт на интереси, който може да изложи на опасност бъдещето на банката и на компанията. При този сценарий банките имат очевиден интерес от съществуването на компанията и следователно те могат да продължат да разсрочват кредитите, въпреки че компанията не е благонадежден длъжник. Това може да се случи и когато инсайдрърите използват своите контакти с държавни служители, за да по-

¹ Това явление е известно като self-dealing. Вж. Charles P Oman, „Corporate Governance and National Development“, OECD Development Centre, Technical Papers, №180, September 2001, p. 34. Може да се намери и он-лайн на адрес < <http://www.oecd.org/dev/publications/tp1a.htm> > .

лучат държавни гаранции или да избегнат процедурите при фалит.

Накратко, инсайдрите, които упражняват своята власт безотговорно, разхищават ресурсите и снижават нивата на производителност; техните действия подхранват нежеланието на инвеститорите да влагат фондовете си и по този начин причиняват липса на ликвидност на капиталовите пазари. „Плитките“ капиталови пазари от своя страна лишават компаниите от капитал и възпрепятстват инвеститорите при диверсификацията на риска.

Важността на корпоративния контрол „нараства (в отрицателен смисъл) поради способността за разрастване на концентрираните олигополистични местни властови структури, които са крайно благоприятни за сключването на сделки от името на корпорацията със собствени фирми или фирми на свързани с тях лица от страна на инсайдри в частния и публичния сектор, както и за друго поведение на търсене на лично облагодетелстване, което има отрицателен ефект в онези страни. Това поведение обикновено намира израз в реализирането на огромни загуби на корпоративно-контролирани ресурси и в крайно неефективно използване на капитала в рамките на цялата икономика, а също така води до увековечаване или задълбочаване на локалните неравенства и следователно до конституирането на сериозни пречки пред дългосрочното развитие на развиващите се страни с нисък и среден доход.“

**Чарлз П. Оман, Ръководител на проект,
Център за развитие към OECD –**

Цитирана е част от доклад на Оман, излязал през 2001 г. и озаглавен „Корпоративен контрол и национално развитие“. Това проучване е резултат от Семинара на експертине на Центъра за развитие към OECD, проведен през 2000 г. и на Неформалния диалог за икономическа политиката, частично спонсориран от CIPE.

Аутсайдрските системи

Обратно на инсайдрските системи, собствениците в аутсайдрските системи се доверяват на независими членове на борда да наб-

людават поведението на мениджърите и да го държат под надзор. Независимите членове на борда обикновено разпространяват информация открито и равнопоставено, оценяват работата на мениджърите обективно и енергично защитават правата на акционерите. В резултат на това тяхно поведение се счита, че аутсайдрските системи са с по-стриктна отчетност и са по-малко корумпирани и обикновено благоприятстват развитието на ликвидни капиталови пазари.

Въпреки описаните предимства, разпръснатите структури на собствеността имат и някои слаби страни. Разпръснатите собственици обикновено се интересуват от максимизиране на печалбата в краткосрочен период. Следователно те са склонни да приемат политика и стратегии, които биха донесли краткосрочни печалби, но които не биха подобрили задължително дългосрочните резултати на компанията. Понякога това би могло да доведе до конфликт между директори и собственици, както и до честа смяна на собствеността, тъй като акционерите могат да оттеглят капитала си, надявайки се да получат високи печалби от други инвестиции; както конфликтите, така и смяната на собствеността отслабват стабилността на компанията.

Дребните инвеститори имат по-малка финансова мотивация бдително да наблюдават решенията на борда и да държат директорите отговорни за тези решения. По този начин директорите, които подкрепят незаконни решения, могат да останат в борда дори когато в интерес на компанията е те да бъдат отстранени.

Какво може да бъде направено?

Очевидно е, че както инсайдрската, така и аутсайдрската системи имат своите присъщи рискове. Неуспехът да се институционализират подходящите механизми за намаляване на тези рискове застрашава просперитета на цели икономики. Системите за корпоративен контрол са разработени с цел да минимизират тези рискове и да подпомагат политическото и икономическото развитие. Една ефективна система за корпоративен контрол се основава на комбинацията между вътрешен и външен контрол. Вътрешният контрол включва мерките в рамките на корпорацията, целящи минимизирането на риска чрез дефиниране на взаимоотношенията между мениджъри, акционери, бордове на директори и други заинтересовани страни. С

оглед тези мерки да имат съдържателен ефект, те трябва да бъдат подкрепени от множество външни за фирмата институции, пригодени към средата в съответната държава (наричани още външен контрол).

На предишната точка не може да бъде наблегнато в достатъчна степен. Много усилия за предотвратяване на финансови кризи или за подобряване на резултатността на фирмата чрез институционализирането на системите за корпоративен контрол са обречени от самото начало, тъй като те възприемат вътрешния контрол без респективен външен контрол и/или не успяват да приспособят тези два вида контрол към местните реалности. В повечето случаи много отговорни за икономическата политика лица и икономически субекти в добре развитите пазарни икономики приемат съществуването и доброто функциониране на различните форми на външен контрол или на институциите за даденост и по този начин пропускат тяхната значимост.

Това става очевидно от приведения по-долу цитат от скорошно научно проучване:

„Корпоративният контрол е свързан с начините, по които лицата, финансиращи корпорациите, гарантират възвръщаемостта на своята инвестиция. Как тези лица могат да накарат мениджърите да им върнат определена печалба? Как могат те да са сигурни, че мениджърите не крадат от капитала, който те са предоставили или не инвестират в губещи проекти? По какъв начин могат да контролират мениджърите?“

От тази гледна точка корпоративният контрол обикновено се централизира в следния прост модел:

- ✓ Акционерите избират директорите, които ги представляват.
- ✓ Директорите гласуват по ключови въпроси и приемат решения с мнозинство.
- ✓ Решенията се вземат с прозрачност, която позволява на акционерите и останалите заинтересовани страни да държат директорите отговорни за тях.

¹ A. Shleifer and R. Vishny, „A Survey of Corporate Governance“, *The Journal of Finance*, Vol. LII, №2, June 1997, p. 737.

- ✓ Компанията приема счетоводни стандарти с цел създаването на информация, необходима на директори, инвеститори и други заинтересовани страни при вземането на решения.
- ✓ Политиката и дейността на компанията се придържат към съответните национални, щатски и местни правни закони¹.

Фокусирането върху тези процеси на вътрешен контрол е съвсем естествено, когато обектът е корпоративният контрол в развитите пазарни икономики. Точка номер пет предполага наличието на функционираща правна система. Въпреки че съществуват значителни различия между англо-американската, германската, японската и други системи, всички те имат предимството да дефинират предмета на корпоративния контрол в контекста на функциониращи пазарни системи и силно развити правни институции.

Все още в много от развиващи се икономики и на нововъзникващите пазари отсъстват или са в процес на развитие фундаменталните пазарни институции. Поради това корпоративният контрол в този контекст включва много по-широк обхват от проблеми. Комбинацията от Азиатската икономическа криза, продължаващият безпорядък в Русия и неотдавнашните събития в чешката икономика доведоха до превръщането на страничния доскоро проблем за корпоративния контрол в централен. Това, което започна в Азия като финансова криза, сега се оценява като криза на корпоративната прозрачност, включваща отношенията между правителствата и бизнеса, между притежателите на дялови ценни книжа, от една страна, и правните мерки срещу фалит и клиентелизъм – от друга. Както се вижда от ежедневниците в Русия, отсъствието на адекватни институции доведе до няколко случая, добили широка популярност относно оповестяване на кражби на активи, манипулации в регистъра на ценните книжа и измами². Чешката програма за приватизация показва слабостите на метода на боновата приватизация при отсъствие на законови механизми за корпоративен

¹ Този списък е взет от курс за нови корпоративни директори, разработен от Централно-Европейския университет и CIPE. За повече информация вж сайта на CIPE на адрес: www.cipe.org

² Вж например Andrew Jack, „Oil giant bogged in Siberian intrigue: BP Amoco’s stake in Sidanco has become a litmus test for foreign investment in Russia“, *The Financial Times*, October 20, 1999.

контрол, тъй като резултатите от нея са липса на корпоративно преструктуриране и логически спад на конкурентоспособността.

Общото между тези примери е, че всички те включват основните правила на икономиката и взаимовръзката между тези правила и начина на контрол и управление на компаниите. Решаването на проблемите на корпоративния контрол в развиващите се икономики и на нововъзникващите пазари, каквито са посочените по-горе примери, надхвърля рамките на простото наблюдение на взаимоотношенията между собствениците и мениджърите на капитала. В развиващите се страни и икономиките в преход стандартното определение на корпоративния контрол трябва да бъде допълнено чрез поставянето последния в контекста на средата, както следва:

Системите за корпоративен контрол са зависими от редица институции (закони, правилници, договори и норми), които позволяват на самоуправляващите се фирми да работят като централен елемент на една конкурентна пазарна икономика. Тези институции гарантират, че възприети от фирмите процедури за вътрешен корпоративен контрол се изпълняват и че мениджмънтът е отговорен пред собствениците (акционерите) и другите заинтересовани от дейността на фирмата страни.

Ключова точка в това определение е, че публичният и частният сектор следва да работят заедно, за да разработят набор от правила, задължителни за всички, които да регламентират как компаниите да се самоуправляват.

Корпоративните боргове: контрол чрез представителство¹

Марек Хессел

В сърцето на всяка система за контрол и управление стои съвет (или съвети) на корпоративни директори, натоварени със задачата да ръко-

¹ Текстът представлява глава от книгата: *В търсене на добри директори*, ред. Mark Hessel, издание на CIPE и CEEUF.