

СРАВНЯВАНЕ НА НАЦИОНАЛНИТЕ МОДЕЛИ В МЕЖДУНАРОДНОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ: ПОКАЗАТЕЛИ ЗА АНАЛИЗ И РЕЗУЛТАТИ

Представено е накратко т. нар. сравнително корпоративно управление чрез анализ на съдържанието на обособените поколения в литературата по международно корпоративно управление (МКУ). Изследванията, засягащи взаимодействието между отделните модели и представляващи МКУ в тесен смисъл са отнесени към трето поколение. Разгледани са показателите, които се използват при сравнителния анализ на националните системи за корпоративно управление (КУ) и е направен коментар на резултатите от досегашните изследвания в тази област. Предложена е обосновка на система от показатели, в която се съдържат както елементи, свързани с обкръжението на КУ – социалните норми и ценности, правната среда, финансовата система, така и характеристики, принадлежащи собствено на корпоративното управление – основните участници, връзките между тях, механизмите за контрол.¹

JEL: G30; G34

В процеса на глобализация значително нараства взаимозависимостта между отделните национални стопанства. Корпоративното управление (КУ) не остава встрани от този процес – то започва да придобива международни измерения. В състава на традиционните субекти на корпоративното управление – акционерите и ръководителите, във все повече фирми се включват представители от различни държави. Същото важи и за другите заинтересувани лица – засилва се ролята на международните кредитори, чуждестранните доставчици и клиенти; интернационализира се съставът на заетите; на местните общности и компаниите, които извършват дейността си сред тях. Познаването на спецификата на националните системи за корпоративно управление в страните, към които се насочват съответните индивиди или фирми, придобива важно значение както за частните и институционалните презгранични инвестиции, така и за международната миграция на работници

* Институт за икономически изследвания при БАН, niknayd@bas.bg

¹ Nikolay Naydenov, PhD. COMPARISON OF THE NATIONAL MODELS OF INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE: INDICATORS FOR ANALYSIS AND RESULTS. *Summary*: This is a brief presentation of comparative corporate governance by analyzing the contents of the recognized generations in the international corporate governance (ICG) literature. The studies of the interaction among the individual models, representing ICG in the narrow sense, are classified as a third generation. The indicators applied in the comparative analysis of the national corporate governance systems are pointed out with comments on the results of the achievements in this sphere. The author explains the system of indicators consisting of elements, related to the corporate governance environment – the social norms and values, the legal environment, the financial system and characteristics, belonging to the corporate governance – the main stakeholders, their interrelations, the control mechanisms.

и служители, а също и при набавяне на капитал от световните пазари. Това предопределя развитието на т. нар. сравнителното корпоративно управление – изучаване особеностите на различните национални модели на КУ. Сравнителният анализ на националните системи е част от международното корпоративно управление (МКУ), разбирано в широк смисъл. В тесния смисъл на понятието МКУ се изразява в утвърждаването и прилагането на общоприети правила и практики в световен мащаб.

Поколения в литературата по международно корпоративно управление

Първо поколение: изследвания на различни национални модели

Повечето подходи за анализ на корпоративното управление се основават върху теорията на посредничеството (вж. Dalton et al., 2007). Един от тях например е простият финансов подход, при който е важно да се открият и оценят механизмите, гарантиращи на доставчиците на финанси за фирмите възвръщаемост от техните инвестиции.² При обзора на изследванията в областта на МКУ Denis and McConnell (2003) обособяват две “поколения” литература. Подобно разделение предлагат и Heugens and Otten (2005).

Първото поколение се развива върху основата на голямото количество данни за управленските механизми, натрупани в резултат от изучаване на корпоративното управление в американските фирми. Те са посветени на въздействието на механизмите за КУ върху различни аспекти от дейността на фирмите. Heugens and Otten (2005) наричат подобни изследвания ортодоксални. Те привеждат някои комбинации, представляващи обект на проучване, например: независимостта на съвета на директорите и резултатите на фирмата (Dalton et al., 1998, 2007; Finkelstein and Hambrick 1996); защитата на инвеститорите и размера и обхвата (“ширината”) на пазара на ценни книжа (La Porta et al., 1997); заплатите на ръководството и резултатите на фирмата (Jensen and Murphy, 1990); дългосрочни схеми за стимулиране и възвръщаемостта на фондовия пазар (Westphal and Zajac, 1998); правата на миноритарните акционери и изплащането на дивиденди (La Porta et al., 2000a).

Когато изследователи от дадена страна изучават тези механизми (най-често това са съставът на съвета на директорите и структурата на собствеността) в една или повече други държави, такива проучвания придобиват международно измерение. Международният елемент се изразява в неизбежното сравняване на чуждестранните особености със системата в страната на изследователите, както и в призиванието им да обслужват своите национални

² За простия финансов подход вж. Найденов, 2012, с. 130.

компаниите в стремежа им да разширяват дейността си на външните пазари. Такива изследвания са полезни и за местните физически лица, които желаят да инвестират в чуждестранни компании.

Като се има предвид впечатляващия стопански напредък в Япония и Германия след Втората световна война и превръщането им във водещи световни икономики и регионални лидери, не е изненадващо, че първите международни изследвания се съсредоточават предимно върху тези две страни. Интерес за учените представлява и Обединеното кралство. През 80-те и началото на 90-те години на XX век основен обект на обсъждане са предимствата и недостатъците на различните национални системи за корпоративно управление (като съвкупност от специфични механизми) за постигане на благоприятни резултати както за самите корпорации, така и за националните икономики, в които те функционират.

При сравняване на системите в различните страни се установяват значителни различия в структурите на собствеността и на съветите на директорите. Оказва се, че т. нар. корпорация на Бърли и Мийнс – типичната голяма американска корпорация с разпръсната структура на собствеността и професионални ръководители, е характерна предимно за САЩ, Обединеното кралство и някои други страни с обичайно право. В останалите национални системи концентрацията на собствеността е по-висока, дори в много държави е разпространена структура, където един собственик владее мнозинството от акциите.

Конфликтът на посредничеството между професионалните ръководители и акционерите, който е основен в корпорациите с широкоразпръсната собственост, при концентрираната собственост отстъпва място на този между контролиращите и миноритарните акционери. Контролните права на едрите акционери обикновено превишават правата им върху паричния поток, а техните частни изгоди от контрола могат да достигнат значителни размери за сметка на стойността на корпорацията.

• Дихотомна класификация на националните системи за корпоративно управление

Въпреки че типичното изследване от първо поколение в областта на МКУ изучава една конкретна държава, в своята цялост тези изследвания разкриват различията между управленските системи по страни. В теоретичен план са се обособили два крайни модела, чиито основни характеристики са противоположни (Aguilera and Jackson, 2003). Такова разделение отразява различията по въпросите за основните цели и ценности на корпорацията и води началото си от първите теоретични дебати, засягащи корпоративното управление.³ Тъй като първите данни извън САЩ са от Германия, Япония и

³ Вж. Найденов, 2012, с. 132.

Обединеното кралство, именно системите в тези страни служат като прототипи за теоретичните модели. Клонящи към едната крайност – с основна роля на пазара, са тези в САЩ и Обединеното кралство, докато корпоративното управление в Германия и Япония е по-близко до другата крайност – в тях централна роля се отрежда на банките. При различните модели заетите (служители и работници) изпълняват значително различаващи се роли при КУ – незначителна или липсваща при англо-американската система, умерена (неформална, по традиция) в Япония и важна (регламентирана с устава) в Германия.

Първата разновидност може да бъде наречена система на акционерите, която е известна още като англо-саксонска или англо-американска, пазарна система на външните лица или просто капитализъм на фондовите пазари. Тя представлява модел на “изхода”,⁴ където акционерите изразяват недоволството си от ръководството, като продават дяловете си. Както отбелязват Neugens и Otten (2005), обикновено главните характеристики на тази система се свеждат до: основна роля на финансирането с акции; силно влияние на изпълнителните директори върху корпоративните съвети; разпръснатата собственост; относително пасивни индивидуални акционери; активни пазари за корпоративен контрол.

Другата разновидност е системата на заинтересуваните лица, която се нарича също континентална,⁵ система на обвързаността и вътрешните лица, на посветения капитал, капитализъм на благосъстоянието. Тя е характерна за Германия, Япония и някои други страни. Това е модел на “гласа”, където акционерите, така както и служителите и другите заинтересувани страни, са по-малко подвижни и са по-склонни да огласяват загрижеността си като общуват пряко с ръководството. Neugens и Otten (2005) изброяват следните характеристики на тази система: финансиране чрез заеми; корпоративни съвети, по-слабо зависими от изпълнителните директори; концентрирана собственост; активни институционални инвеститори; слабо развити пазари за корпоративен контрол.

Типично за изследванията на системи за корпоративно управление от различни части на света е те да бъдат класифицирани като наподобяващи един от двата споменати основни модела (Shleifer and Vishny, 1997). Често се отбелязва, че практическото устройство на много системи за КУ в различни региони като Азия (Dore, 2000), Източна Европа (Filatotchev, Buck, and Zhukov, 2000) и Латинска Америка са толкова разнолики, че невинаги могат да се впишат в тази убедителна, но свръхопростена дихотомна класификация.

⁴ За термините “изход” и “глас” вж. Hirschmann (1970).

⁵ Има се предвид разликата между Великобритания като остров и останалата част на Европа като континент и съответно разликата между системите за корпоративно управление на “острова” и на “континента” – във Франция, Германия и т. н.

*Второ поколение: причини за различията
между националните модели*

Както отбелязват Denis and McConnell (2003), подходът в първото поколение от литературата по корпоративно управление е сравнително фрагментиран и не дава достатъчно обяснение относно причините за наличието на различия в системите между отделните изследвани страни. Те смятат, че за да се намери такова обяснение, е необходимо да се проучат множество държави в единна изследователска рамка. Такъв тип проучвания авторите отнасят към *второ поколение* от изследвания в областта на МКУ. Неговите представители разглеждат механизмите за корпоративно управление като зависими променливи и се стремят емпирично да определят факторите, на които се дължи тяхното разнообразие в различните страни (вж. например: La Porta et al., 1997; Pedersen and Thomsen, 1997). Тези фактори се извеждат или от правното обкръжение (La Porta et al., 1997), или от политическата среда (Roe, 1994, 2003), или пък от по-широкото социално обкръжение (McGuire and Gomez, 2003; Rajan and Zingales, 2003) на фирмите.

● *Право*

Както вече отбелязахме, корпорациите с разпръсната собственост са характерни предимно за страните с обичайно право и не са типични за останалите национални стопанства. Поради това някои изследователи изтъкват значението на вида правна система за корпоративното управление. В теоретичното течение “Право и финанси” се подчертава важната роля на правото и неговото ефективно прилагане, за да бъдат защитени правата на собственост, особено на дребните акционери (Shleifer and Vishny, 1997). Готовността на инвеститорите да предоставят финансови средства на фирмите зависи от степента, в която дадена правна система гарантира инвеститорските интереси.

Shleifer и Vishny (1997) твърдят, че системите с добро корпоративно управление се основават на подходяща комбинация от правна защита на инвеститорите и някаква разновидност на концентрирана собственост. Системите в САЩ и Обединеното кралство разчитат в по-голяма степен на засилената правна защита, докато в Германия и Япония тя е по-слаба, но акционерната собственост е по-концентрирана. Shleifer и Vishny твърдят, че в страните извън “голямата четворка” липсва необходимата правна защита за развитието на системи с добро корпоративно управление. Те приемат, че нивото на такава защита може да варира в определени граници, но все пак съществува минимален праг, който е задължителен за установяване на система с добро КУ в дадена страна. Според тях този минимален праг не е достигнат в много от националните стопанства в света.

Някои американски изследователи тълкуват концентрацията на собствеността в страните с гражданско право като форма на изостаналост, докато други я разглеждат именно като механизъм за предпазване от злоупотре-

бите, които в страните с обичайно право се преследват по закон (La Porta et al., 2000b).

● *Политика*

Най-широко цитираните аргументи относно влиянието на националните политически интереси върху системите на корпоративно управление са представени от американския професор по право М. Рое. "Качеството на корпоративното право на една страна не може да бъде единственото обяснение за растежа и господството на фирмите на Verle и Means (1932) с разпръснатата собственост. Може би за някои страни в определени периоди то дори не е основното" (Roe, 2002, p. 271). Търсейки причините за разпръснатото притежание на акции и сравнително малката роля на банките в КУ при англо-американския модел, Рое посочва значението на политическите традиции. "Политическите" аргументи показват също, че не е обосновано, американската система на корпоративно управление да се разглежда като резултат от икономическия процес на подбор, чрез който се налага най-ефективната алтернатива. Рое обаче не предлага подробен анализ на икономическите разходи и изгоди, тъй като основната му цел е да открие политическите основи на системите за КУ.

Основите на "политическата теория" за корпоративното управление той полага в книгата си "Силни ръководители, слаби собственици: политическите корени на американските корпоративни финанси" (Roe, 1994). Опасенията от концентрация на финансова власт и подозрителността към големите институции в САЩ водят до свиване на властта на големите финансови конгломерати – нормативни ограничения пред създаването на банки с общонационален обхват, а след това – до разделянето на търговското и инвестиционното банкиране, регламентирано със закона на Glass-Steagall. Резултатът е по-ниска концентрация на собствеността поради това, че американските банки разполагат с по-малки възможности да инвестират в ценни книжа, отколкото чуждестранните им конкуренти, и нямат достатъчни стимули да упражняват надзор над корпоративните ръководства.

В следващи свои разработки Рое развива по-обща теория за сравнителната политика и корпоративното управление, подчертавайки значението на типа политическа система. Например, откроявайки социалнодемократичните традиции, той твърди, че "[с]оциалните демокрации оказват натиск върху ръководителите да стабилизират заетостта, да избягват някои фирмени рискове за максимизиране на печалбата и да използват изцяло наличния капитал, вместо да се свиват, когато се наруши съответствието между пазарното търсене и производствените възможности на фирмата. Тъй като ръководителите задължително имат свобода на действие в публичните дружества, начинът, по който я използват, е изключително важен за акционерите, а социалнодемократичният натиск кара ръководителите да се отклоняват в по-

голяма степен, отколкото при други условия, от предпочитанията на акционерите за максимизиране на печалбата” (Roe, 2000, p. 539).

● *Обществено регулиране и социални норми*

Jacoby (2005) смята, че постановката на Roe (2000) относно ролята на социалнодемократичните норми е проблемна, изтъквайки Великобритания и Япония като случаи, оборващи аргументите на Roe: първата – като страна със силна социална демокрация, където интересите на работниците не са застъпени в структурите на КУ, а втората – като пример за силни позиции на заетите в корпоративното управление въпреки липсата на социалнодемократични традиции. Според Jacoby основният фактор е не толкова социалната демокрация, а менталитетът “всички в една лодка” (Jacoby, 2005, p. 13). Такъв начин на мислене е преобладавал след Втората световна война в Япония и Западна Европа, когато тези етнически еднородни общества с дискредитирани делови кръгове и активно работническо движение са се старали да възродят икономиките си според нови принципи на сътрудничество.

Jacoby (2005) споменава Fligstein като представител на увеличаващия се брой социолози, които изследват икономически институции и споделят становището, че първо, корпоративните структури зависят от социални и културни норми в същата (ако не и в по-голяма) степен, както от икономически фактори и, второ, границата между “социално” и “икономическо” е размыта, тъй като пазарите са социално “обвити” процеси, които се различават в зависимост от времето и мястото. Следователно организационните форми са продукт на обкръжението, което означава, че подборът на най-ефективна форма не се извършва от пазарните сили.

Трето поколение: взаимодействие между националните модели

Приблизително през периода около 2000 г. основният изследователски въпрос при емпиричните анализи на международното корпоративно управление се измества от различията към промените в националните модели. Според мен изследванията с подобен акцент могат да се отнесат към *трето поколение* на литературата в тази област. Докато първото и второто поколение представляват сравнително корпоративно управление, то третото се насочва към международното корпоративно управление в тесен смисъл. Изучавайки тенденциите за създаване на международни стандарти в КУ, част от учените твърдят, че нараства натискът върху националните системи да конвергират към модел със засилена роля на акционерната стойност, т.е. модел, който много наподобява системата в САЩ. Противопоставяйки се на този възглед, други изследователи прогнозираат, че системите за КУ в различните части на света ще продължават да се различават.⁶

⁶ За представители на различните гледни точки и техни аргументи вж. например O’Sullivan (2003) и Jacoby (2005).

Българската литература за МКУ

Значими стъпки към представяне на основните теоретични обяснения за същността на корпоративното управление в българската икономическа литература представляват няколко публикувани в началото на ХХІ век монографии: “Корпоративно управление: от мощните корпорации към икономиките в преход” (Боева, 2001); “Публичните дружества и развитието на фондовата борса в България: противоречиви траектории на българския корпоративен модел” (Минчев и др., 2007); “Корпоративно управление: съвременният формат” (Георгиев, 2009). Въпреки това на български език все още не е публикувано истински широкообхватно, комплексно теоретично обобщение на постиженията на международните изследователи в областта на МКУ. Някои въпроси, засягащи класификацията на различните теоретични модели за корпоративното управление, сближаването и различията между отделните национални модели са разгледани в Минчев и др. (2007). Представяне на основни положения в тази област се съдържа и в отделни глави от Георгиев (2009).

Сравняване на моделите за корпоративно управление

Както става ясно от предшестващото изложение, сравнителният анализ на националните системи за КУ – “сравнителното корпоративно управление”, заема важна част от досегашните изследвания по МКУ. В резултат от тези изследвания е направена класификация на моделите и са изтъкнати причини за различията между тях.

Тук ще се съсредоточим върху показателите, на чиято основа се извършват сравненията между отделните системи, както и върху резултатите от подобни съпоставки.

Показатели за сравнение

Когато се анализира определена национална система за КУ, тя обикновено се причислява към един от двата основни модела. “Подобна категоризация обаче е в най-добрия случай приблизителна, а в най-лошия – неправилна, тъй като в понякога тя представлява свръхопростяване на изключително сложни финансови системи. Независимо от това една широка категоризация на системите за корпоративно управление може да бъде изключително полезна за аналитични цели и позволява да се изучават начините, по които страните взаимодействат помежду си” (Solomon and Solomon, 2004, p. 148).

Може би първата разработка в българската литература, където се съпоставят тези модели и се коментират главните им характеристики е “Корпоративно управление на приватизираните предприятия” (Георгиев и Керемидчиев, 1999, с. 9-30). Те са разгледани по-подробно отново в Георгиев (2009) и са онагледени в таблица (на с. 153-155), която съдържа подробно изброяване на “параметри” за сравнение между системите за КУ. Вероятно в

стремежа към изчерпателност са приведени и такива, които се припокриват или пък не са съществени. Например показателите “основна форма на контрол от страна на акционерите върху тяхната собственост” и “вид контрол върху корпоративното управление” от раздела “*Пазар на корпоративен контрол*”; “предпочитан тип инвестиции” от “*Финансиране и инвестиции*” и “ориентация на инвеститорските интереси” от “*Интереси и конфликти*”, или пък “структура на корпоративната собственост” и “основни инвеститори” от “*Собственост*” могат да се отнесат към групата припокриващи се, докато “пълномощници на миноритарните акционери на общото събрание” от “*Организация на корпоративното управление*” би могъл да се приеме като недотам съществен. Освен това, когато се говори за структура на собствеността, обикновено се имат предвид дяловете на отделните групи собственици, а в разглежданата таблица тя се отъждествява само с една от характеристиките си – степен на концентрация.

Посочените неточности обаче не омаловажават значението на усилията да се създаде система от показатели за характеризирани и сравняване на моделите на корпоративно управление. Това показва само че все още няма такава общоприета и научнообоснована система от критерии. Наистина в редица разработки дори не се посочват названия на показателите, а просто се съпоставят различаващи се подсистеми в националните модели.

Clarke (2007, р. 102-103) също представя таблица, сравняваща алтернативните системи за КУ. Тя представлява интерес поради опита да се излезе от дихотомната рамка. В нея националните системи са класифицирани в 4 групи – англо-саксонска, германска, латинска и японска. Въпреки това може да се забележи, че характеристиките на последните три групи са доста сходни.

Двата общоприети основни типа представляват крайните (теоретични) форми на КУ. Практиката обаче не съвпада напълно с теоретичните конструкции и повечето реални системи на корпоративно управление се намират между тези две крайни проявления, като споделят характеристики и от двата модела. Оттук идва и стремежът на изследователите да открият подходящите показатели за една по-прецизна класификация на моделите.

В каре 1 предлагаме собствена система от показатели, чрез които смятаме, че достатъчно изчерпателно могат да се характеризират алтернативните модели, като същевременно се избегне включването на фактори с висока степен на корелация.

Тази система от показатели е, разбира се, само един пореден опит да се създаде база за характеризирани и сравняване на различните модели на КУ и подлежи на по-нататъшно усъвършенстване. В нея се съдържат елементи, свързани с обкръжението на КУ – социалните норми и ценности, правната среда, финансовата система, а също и такива, принадлежащи собствено на корпоративното управление – основните участници, връзките между тях, механизмите за контрол.

Важността на включването на показатели, отнасящи се до обкръжението, се потвърждава от изследванията, попадащи към второто поколение на литературата по МКУ. Вече представените възгледи на изследователите за ролята на правото, политиката и социалната среда при оформянето на различията в системите за корпоративно управление в отделните страни, както и групите показатели, ендогенни за КУ, са подбрани на база на досегашните изследвания. Това са характеристиките, най-често използвани от учените за отразяване спецификата на различаващите се модели. По-нататък предлагаме кратка обосновка за избора на показатели.

Каре 1

Показатели за характеризирание на системата за КУ

1. *Социални ценности и корпоративни цели*
 - а) мисия на фирмата
 - б) характер на взаимоотношенията между участниците в КУ
 - в) роля на заинтересуваните (засегнатите) лица
2. *Тип инвестиции*
 - а) времеви хоризонт
 - б) степен на риск
3. *Правни норми за корпоративно управление*
 - а) прозрачност (изисквания за разкриване на информация)
 - б) защита на инвеститорите
4. *Външни източници на финансиране на дейността*
 - а) роля на фондовите пазари
 - б) роля на банките
5. *Структура на корпоративната собственост*
 - а) концентрация на собствеността
 - б) основни собственици
6. *Вътрешни органи на КУ*
 - а) роля на акционерите при вземане на решения
 - б) структура на съвета на директорите
 - в) състав на съвета на директорите
7. *Контролни механизми*
 - а) пазар за корпоративен контрол
 - б) пазар за ръководителски труд
 - в) банков надзор
 - г) схеми за стимулиране на ръководителите

Съдържащите се в група 1 показатели, отнасящи се до социалните норми, ценности и цели, се различават в зависимост от страната и определят

основни характеристики и на националните системи за КУ. Как ще бъде организирано то, зависи от обществените възгледи за корпорацията – дали тя е социална институция или средство за получаване на печалба, от преобладаващия тип отношения в обществото – индивидуализъм (конкуренция) или колективизъм (сътрудничество), а от това се определят и различията относно ролята на заинтересуваните лица в корпоративното управление.

Втората група – типът инвестиции, също отразява обществената нагласа към поемането на рискове и планиране, която е функция от народопсихологията в отделните държави.

Третата група показатели са от голямо значение не толкова поради различията в законодателството между държавите, а по-скоро във възможностите за прилагане на законите и подсигуриране на реална защита на инвеститорските интереси.

Важността на четвъртата група показатели се определя от факта, че подсигурирането на изгодно финансиране е основа за успешната дейност на корпорацията. А източниците на капитал, от които се ползват фирмите, отразяват различията в техните финансови системи и предопределят начините за осъществяване на надзор над корпоративните ръководства.

Петата група - показателите за структурата на акционерната собственост, отразяват възможностите на акционерите да оказват влияние върху корпоративните ръководства. От самоличността на акционерите и количествата акции, притежавани от тях, се определят и съответните механизми за контрол, които придават специфика на системите за КУ.

Ролята на акционерите при вземане на решения, включена към шестата група показатели, е свързана с общото събрание на акционерите. Формално, то е висшият орган за корпоративно управление при всички модели, но докато в системата на обвързаност акционерите обикновено използват опцията “глас” с цел да внесат промени в ръководството, при пазарната система те изразяват недоволството си чрез “изход” – продават акциите си. Що се отнася до съвета на директорите, той е свързан с останалите характеристики на системите за КУ. В структурата и състава му намират отражение както ролята на заинтересуваните лица, така и правните норми, структурата на собствеността, източниците на финансиране, контролните механизми. В качеството си на постоянно действащ вътрешен орган за контрол обаче той има своето място в системата от показатели на тези системи. Освен че обобщава в някаква степен останалите елементи съветът добавя и допълнителни нюанси в спецификата на дадената система – чрез двустепенната или едностепенната си структура, наличието на комитети и т. н.

Седмата група показатели служи за съпоставяне на контролните механизми при корпоративното управление. Те се определят от структурата на собствеността и източниците на финансиране, но прилагането на определени контролни механизми има собствено значение за характеризиране на различията между системите. Пазарът за корпоративен

контрол и банковият надзор са най-често заместители, т.е. в дадена система се използва основно единият от тези механизми. Същевременно пазарът за ръководителски труд съществува във всяка система, но може да бъде вътрешен или външен. Схемите за стимулиране на ръководителите могат също да отразяват различия между системите за КУ, като тяхната роля би била по-значима в системата на външни лица за подсибяване на съответствие на интересите на акционерите и ръководителите *ex ante*, без да се стига до отстраняване *ex post* на ръководителските грешки чрез пазара за корпоративен контрол.

*Неопределеност на резултатите от
сравнителните анализи*

След признаването на фундаменталните различия между отделните страни в системите им на корпоративно управление започва дебат за определяне на най-добрата система. Както беше отбелязано, Shleifer и Vishny (1997) омаловажават дебата относно системите в САЩ и Обединеното кралство, от една страна, и Германия и Япония, от друга, характеризирайки и четирите държави като притежаващи добро корпоративно управление. La Porta и колегите му първоначално също приемат, че всички индустриални страни показват добри резултати независимо от различията в правните системи и структурата на собствеността. По-късно обаче те, признавайки факта, че за преобладаващата част от страните са характерни системи на гражданско право и концентрирана собственост, твърдят, че системата на обичайното право създава по-добра защита за акционерите и насърчава по-широка акционерна собственост и растеж на фондовите пазари (La Porta et al., 2000b).

Подобна теза застъпват и Rajan и Zingales (2000). Те признават, че системите, базирани на отношения, могат да преодолеят част от проблемите, свързани със защитата на инвеститорите, но смятат, че дългосрочните способности на фирмите да набират капитал и да го разпределят ефективно са по-добри при системите, базирани на пазара. Rajan и Zingales подчертават, че последните могат да са ефективни само при наличието на прозрачност и силна правна защита на инвеститорите.

Тезите на цитираните автори са характерни за значителна част от обширната литература по въпросите на организацията и управлението на акционерните предприятия (особено в англоезичните издания). Те отразяват господството на "традиционния модел на американско корпоративно управление, представен от корпорацията на Бърли и Мийнс, която се характеризира с разделяне на собствеността от ръководството в резултат от нуждите от капитал на разрастващото се предприятие и специализацията на ръководните функции". Този модел се представя като "върхово постижение в еволюцията на организационни форми", а "системите на управление, различаващи се от американската парадигма, са отхвърляни под предлог, че те са само

междинни етапи по пътя към съвършенството, или че са еволюционни пътища без изход, неандерталците сред системите за корпоративно управление” (Gilson and Roe, 1993, p. 873).

Еволюцията на теорията и практиката на КУ от 80-те години на XX век обаче преодолява тази ограниченост, особено в резултат от стопанските успехи на Япония и Германия, както и на “тигрите” от Югоизточна Азия, чиито системи на корпоративно управление имат съществени различия с американския модел. Тези системи стават обект на множество изследвания, а присъщи за тях елементи започват да навлизат и във “върховата” англосаксонска система.

Въпреки че дихотомната класификация изглежда опростена, трудно е да се направи прецизно сравнение на двете системи. В повечето изследвания се отчита състоянието на цялата икономика и в зависимост от него се оценява корпоративното управление. През 80-те години на XX век, когато икономиките на Япония и Германия постигат по-големи успехи от другите, техните системи се разглеждат в положителна светлина и се набляга на аспектите, в които те превъзхождат останалите (Porter, 1992). През 90-те години пък се наблюдава обратната ситуация – предпочитанията са на страната на пазарноориентираното КУ, характерно за САЩ и Обединеното кралство (Hansmann and Kraakman, 2000). С възникването на “новата икономика” в САЩ се засилват позициите на защитниците на американския модел, които изтъкват акционерната стойност като първостепенна цел на корпоративното предприятие. След 2000 г. доверието на изследователите в пазарноориентираните модели на корпоративно управление отново е подложено на преоценка след серията от банкрути, скандали и свръхинвестициите в определени сектори в САЩ.

Както показва съвременната практика, всяка от системите за корпоративно управление притежава характерни за нея силни и слаби страни и никоя не може да се определи еднозначно като по-добра от другите. В противен случай различните системи не биха продължили да съществуват толкова дълго време (Charkham, 1994, p. 349). Възгледите от 80-те години за превъзходството на системите, характерни за Япония и Германия, са също толкова (не)правилни, колкото и противоположните, изразявани в периодите преди и след това.

*

Характеристиките на системата за корпоративно управление в дадена страна се определят от широк кръг фактори - както вътрешнонационални, така и външни. Към вътрешните могат да се отнесат: начините за набавяне на капитал от фирмите, структурата на корпоративната собственост, състоянието на икономиката, правната система, правителствените политики, културата и историята. Външните влияния включват интензивността на притока на

чуждестранни капитали, глобалната икономическа ситуация и трансграничните институционални инвестиции.

В историческа перспектива различните системи на КУ в отделните държави са спомагали за създаването на трайни предимства, които не са съществували извън тях. На базата на “добрите практики” от националните модели през последните две десетилетия се утвърждават международни стандарти за корпоративно управление. Очакванията са тяхното прилагане да привлече капитал с по-ниски разходи, като така ще се създадат икономически изгоди за отделните фирми и ще се повиши цялостното благосъстояние на страната. Във връзка с това изучаването и сравняването на различни подходи към корпоративното управление може да предложи начини и средства за повишаване на конкурентоспособността.

Както беше отбелязано, развитието на КУ е глобален процес и като такъв представлява сложна съвкупност, включваща правни, културни, собственически и други структурни различия. Учени от различни области – финанси, право, политика, социология, фирмено ръководство, изследват този процес и предлагат теоретични обяснения за неговата същност, еволюция и перспективи.

Докато за отделните механизми на корпоративно управление съществува голям обем данни, много по-малко е публикуваната информация, засягаща взаимните връзки между тях и факторите, които определят оптималната управленска структура за дадена фирма. Въпреки че показателите за сравнение на националните модели на КУ, използвани от различни изследователи, до голяма степен съвпадат, все още не се е утвърдила ясно обоснована и общоприета съвкупност от критерии. В отделните изследвания се използва ограничен набор от показатели, често се сравняват единични характеристики, което обяснява получаваните понякога противоречащи си изводи за предимствата и недостатъците на даден модел. Пред изследователите стои задачата да определят най-подходящите параметри за сравнение на системите за КУ, като се отчетат взаимните връзки и важността на всеки от тях.

Използвана литература:

Боева, Б. (2001) Корпоративно управление: от мощните корпорации към икономиките в преход. С.

Георгиев, И. (2009). Корпоративно управление: съвременният формат. С.

Георгиев, И. и С. Керемидчиев (1999) Корпоративно управление на приватизираните предприятия. С.: БАРМП.

Минчев, В., Р. Петкова, П. Чипев и В. Бошнаков. (2007). Публичните дружества и развитието на фондовата борса в България: противоречиви траектории на българския корпоративен модел. С.: АИ “Проф. Марин Дринов”.

Найденов, Н. (2012). Интердисциплинарни подходи за анализ и механизми за контрол при корпоративното управление. - Икономически и социални алтернативи, кн. 1.

Aguilera, R. V., and G. Jackson (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. - *Academy of Management Review*, 28(3), p. 447-465.

Charkham, P. J. (1994). Keeping Good Company. Oxford: Clarendon Press.

Clarke, T. (2007) International Corporate Governance: A Comparative Approach. Routledge.

Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand, and J. L. Johnson (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. - *Strategic Management Journal*, 19, p. 269-290.

Dalton, D. R., M. A. Hitt, S. Certo, and C. M. Dalton (2007). The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control. - *Academy of Management Annals*, 1, p. 1-64.

Denis, D. K., and J. J. McConnell (2003). International Corporate Governance. Finance Working Paper N 05/2003, ECGI.

Dore, R. (2000). Stock market capitalism: Welfare capitalism. Japan and Germany versus Anglo-Saxons. New York: Oxford University Press.

Filatovchev, I., T. Buck, and V. Zhukov (2000). Downsizing in privatized firms in Russia, Ukraine, and Belarus. - *Academy of Management Journal*, 43(3), p. 286-304.

Finkelstein, S., and D. C. Hambrick (1996). Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations. Minneapolis, MN: West.

Gilson, R. J. and M. J. Roe (1993). Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization. - *The Yale Law Journal*, 102 (4).

Hansmann, H., and R. Kraakman (2000). The End of History for Corporate Law. New Heaven, CT: Yale Law School.

Heugens, P.P.M.A.R. and J. Otten. (2005). Corporate Governance Reforms around the World. Discussion Paper Series 05-08. Tjalling C. Koopmans Research Institute, Utrecht School of Economics, March.

Hirschmann, A. O. (1970). Exit, Voice and Loyalty. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Jacoby, S. M. (2005) Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence. - *Comparative. Labor Law and Policy Journal*, 22(1), p. 5-32.

Jensen, M. C., and K. J. Murphy (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. - *Journal of Political Economy*, 98(2), p. 225-264.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (1997). Legal determinants of external finance. - *Journal of Finance*, 52(3), p. 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. - *Journal of Finance*, 55(1), p. 1-33.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (2000b). Investor Protection and Corporate Governance. - *Journal of Financial Economics*, 58, p. 3-27.

McGuire, J., and P.-Y. Gomez (2003). Beyond legal tradition: The cultural context of ownership structure. Concordia University Working paper.

O'Sullivan, M. (2003). The Political Economy of Comparative Corporate Governance. - Review of International Political Economy, 10(1).

Pedersen, T., and S. Thomsen (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. - Journal of International Business Studies, 28(4), p. 759- 778.

Porter, M. E. (1992). Capital choices: changing the way America invests in industry. - Journal of Applied Corporate Finance, 5(2), p. 4-16.

Rajan, R. G., and L. Zingales (2000). The Governance of the New Enterprise. Working Paper, NBER.

Rajan, R. G., and L. Zingales (2003). Saving capitalism from the capitalists. New York: Crown Business.

Roe, M. J. (1994). Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Roe, M. J. (2000). Political Preconditions to Separating Ownership from Control: The Incompatibility of the American Public Firm with Social Democracy. - Stanford Law Review, 53.

Roe, M. J. (2002). Corporate law's limits. - Journal of Legal Studies, 31(2), p. 233-271.

Roe, M. J. (2003). Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact. Oxford: Oxford University Press.

Shleifer, A., and R. W. Vishny (1997). A survey of corporate governance. - Journal of Finance, 52(2), p. 737-783.

Solomon, J. and A. Solomon (2004). Corporate Governance and Accountability. John Wiley & Sons.

Westphal, J. D., and E. J. Zajac (1998). The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions. - Administrative Science Quarterly, 43(1), p. 127-153.

10.X.2012 г.