

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.

водят и да следят за изпълнението на корпоративните дела. Ако тези съвети се разгледат като институции за контрол чрез представителство, то трябва да се разграничат и множеството форми на организация, които те имат. Така както многообразието от механизми за политическо представителство – от различните структури на парламентарните формирания, през различните изисквания за политическо представителство, до различните изборни процедури – е съвместимо с истинското политическо управление, така и множеството форми на организация на корпоративните бордове са съвместими с реалното управление на бизнеса. Всяка една отделна форма на организация отразява историческите, социално-икономическите, политическите и културните фактори, уникални за дадена страна по същия начин, по който го прави нейната система за политическо управление.

Това не значи, че начинът по който е организиран контролът чрез представителство е без значение. Обаче истинското влияние на корпоративните бордове, обхватът и ефикасността на техните нареждания зависи не толкова от това как е организирано представителството, а по-скоро от това кои са собствениците, какви печалби извличат от собствеността си и с какви алтернативи на контрола чрез представителство в бордовете на корпорациите разполагат. Тези фактори определят очакванията, които заинтересованите от корпорацията лица възлагат на корпоративните бордове и ефективно определят тяхната власт.

Корпоративните собственици се идентифицират с поне две основни характеристики: размера на техните холдинги¹ и природата на ползите, които тези дялове им носят. Собствеността, разпръсната между голям брой дребни акционери, създава проблеми при контрола върху корпорациите, различни от тези, които възникват, когато собствеността е концентрирана в ръцете на няколко акционера, без значение от това дали те са частни или институционални. В първия случай основният проблем е в недостатъчния контрол, произтичащ от липсата на ангажираност от страна на индивидуалните собственици: ефективният контрол изисква колективни действия, но всеки собственик има мотиви да „поязди безплатно“ (free riding) върху отговорността и ангажимента на другите. Във втория случай големите собственици имат едновременно и мотива, и средствата срав-

¹ Тук и по-нататък терминът холдинг се ползва с неговото оригинално значение на пакет от акции, облигации, права и пр., държани от някой икономически агент (б. р.).

нително лесно да наложат волята си. Властта да се налагат обаче създава проблем сама по себе си – пълният контрол, който произтича от възможното „окопаване“ (entrenchment) на доминиращите собственици.

Но размерът на капитала, съсредоточен в индивидуални или институционални инвеститори, не е единственият фактор, който детерминира начина, по който корпоративните бордове влияят върху корпоративните дела. Това, какво правят бордовете и как го правят, зависи също и от характера на бизнес отношенията между собствениците на компанията и самата нея. Възможно е някои от едрите акционери да имат търговски връзки с компанията, което да им носи много по-големи икономически ползи, отколкото дивидентите, които получават (да вземем за пример една банкова институция, която притежава част от капитала на дадена компания, и същевременно ѝ предоставя банкови и юридически услуги). Ако е така, вероятно те са много по-заинтересовани от запазването или разширяването на тези свои търговски отношения, отколкото от подобряването на състоянието на компанията. Други големи акционери, като например инвестиционните фондове, нямат такива интереси, тъй като техните отношения с компаниите са предмет единствено на управлението на финансови активи.

Освен това бордовете на корпорациите трябва да носят не само отговорностите към собствениците, но и отговорностите на собствениците. Последното е отражение на ограниченията, които всяко общество поставя, без значение пряко или косвено, пред частната собственост. Независимо от това, че на тези ограничения им се слага същият етикет – пазарна икономика, те могат да доведат до съвсем различен ред на икономическата активност. Последствията за контрола и управлението от тези различия често съвсем не са тривиални: например притежаването на акционерни дялове от една банка е нещо, което е съвсем обичайно за Германия, но е незаконно в САЩ; това, което в Япония се възприема като сътрудничество, в САЩ се счита за конфликтно; членството в бордовете на компании се счита от германците за желателно, докато американците гледат на него като пълно с конфликти на интереси и т.н. Подобни различия, които отразяват различните исторически процеси в тези страни, водят до различни стандарти на корпоративната отговорност. Освен това те обуславят ролите и задълженията на собствениците и директорите на компаниите.

Все пак степента, до която корпоративните акционери разчитат на корпоративните бордове да изпълняват тези задължения, се изменя в зависимост от наличието на алтернативни средства за контрол върху корпоративното поведение. Най-явните от тези средства за контрол са правните регулации, които дефинират функциите и отговорностите на корпоративните директори, както и пазарното търсене на продукти и услуги, което заплашва да отстрани по пътя на фалита неефективните компании. Въпреки че тези два механизма съществуват във всяка икономика, тяхната приложимост като средства за контрол не е безспорна. Ефективността на правните регулации зависи от наличието на такава правна инфраструктура, която да е способна да наложи спазването на закона, а пазарното търсене изисква конкурентна среда, която да дисциплинира поведението на компаниите. Финансовите пазари предлагат друг външен механизъм за контрол върху корпорациите. Те принуждават мениджърите на компаниите да действат по такъв начин, че собствениците да не закрият своите холдинги – но ефективността на финансовите пазари, като механизъм за контрол, зависи от това, доколко на неудовлетворените акционери е лесно да продадат своите дялове, т.е. доколко тези пазари са ефективни. Високо развитите финансови пазари, не само позволяват на тези, които не са удовлетворени от представянето на съответните компании, да продадат своите акционерни дялове в тях, но и дават възможност на тези, които могат по-добре да използват корпоративните активи, да се преборят с действащия мениджмънт и/или борд за контрол върху корпорацията.

Ролята, която тези фактори имат за организацията и функционирането на бордовете на корпорациите, традиционно се представя в контекста на два типа системи за контрол – *американски модел* и *немски модел*. Както Колин Майер подчертава в едно есе, изглежда, че двата модела отразяват полярните различия по отношение на по-горе дискутираните три фактора: широко разпръснатата и държана предимно от индивидуални инвеститори собственост в САЩ, срещу силно концентрираните и типично институционални инвестиции в Германия; възприемането на пазарната икономика като движена от частния интерес, което е характерно за САЩ срещу базираната на съвместните решения социална икономика в Германия; доверието във външните механизми за контрол върху корпорациите в САЩ, срещу зависимостта от вътрешни механизми в Германия.

Значимостта на тези модели за други страни произтича от тяхното обобщено възприемане като стандарти за, съответно, „инсайдър-“ и „аутсайдърските“ системи за контрол. Американската система предполага по същество противоборстващи взаимоотношения между основните страни, които трябва да бъдат контролирани чрез система от външни проверки и регулатори. Немската система предполага по същество кооперативни отношения, които могат да бъдат контролирани чрез мрежа от вътрешни контакти между основните страни. Първо ще дискутираме двете системи, след което ще направим някои разсъждения по отношение на проблемите, свързани с контрола в икономиките в преход от Централна и Източна Европа.

Американската система

Обща информация

Може би най-характерната черта на корпоративната собственост в САЩ е липсата на доминиращи инвеститори. Акционерните дялове на Американските компании са силно разпръснати, като изключително голяма част от компаниите нямат акционер, без значение на това индивидуален или институционален, който да притежава повече от един процент от акциите.

През 1988 г. само осем от петдесетте най-големи американски компании имаха акционери с 5 или повече процента дялово участие. В резултат на това, нито една група акционери не може да предявява изключителни права на представителство.

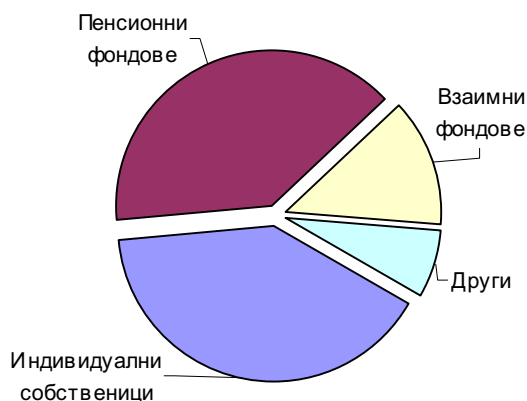
Не само че корпоративната собственост е силно разпръсната между различни акционери, а и тази част, която не е притежание на частни собственици, е концентрирана в ръцете на пенсионни и взаимни фондове.¹ Тези институционални инвеститори, които към момента държат повече от 50% от акциите търгувани на американските фондови пазари, имат склонността да действат като чисто парични мениджъри: по принцип те не търсят представителство в бордовете на компа-

¹ На практика не съществуват взаимно разменени холдинги между две и повече фирми и законът забранява на банките да притежават акции на компаниите или да се свързват с инвестиционни банки, които притежават такива. Обаче, на банките е позволено да бъдат попечители на своите клиенти. Банковите холдингови компании не могат да държат контролни пакети от капитала на компании, които не са свързани с банкирането.

ниите и избягват да поемат отговорностите, присъщи на собствениците на големи дялове от капитала на една компания.

Макар тази разпръснатост на собствеността – голям брой инвеститори, които притежават малки трохици от акционерния капитал – да пречи на собствениците да осъществяват контрол над мениджмънта, то тя им дава и една възможност – „да гласуват с краката си“ като продават акциите си; нещо което едрите акционери не биха могли да направят толкова лесно. Големите собственици нямат възможността да продават дяловете си така лесно, поне не без да понесат значителни загуби. Причините за това са в самата същност на пазара, където продажбата на голямо количество акции на дадена компания по принцип води до понижаване на пазарната им цена. Следователно загрижеността на крупните акционери за просперитета на корпорацията е толкова въпрос на интерес, колкото и на необходимост. От своя страна, дребните собственици могат да продават („да излязат“) достатъчно лесно, поради което могат спокойно да се откажат от осъществяването на вътрешен контрол („глас“). Заплахата от масово „излизане“ представлява ефикасен начин за контрол върху поведението на мениджърите, защото, от една страна, увеличава разходите за придобиване на нов капитал, а от друга, заплашва да задейства пазарните механизми за осъществяване на корпоративен контрол.

Корпоративна собственост в САЩ, 1992



Фиг. 1. Холдинги по акционерни групи (% от общата стойност)

Тази заплаха може да се сбъдне само при положение, че финансовите пазари са достатъчно развити, а ефективността и дълбочината им позволят да изиграят основната си роля в дисциплинирането на американските мениджъри. Чрез сливания и поглъщания, превземания и изкупувания тези пазари позволяват на инвеститорите да придобият контрол над активите на корпорациите, които при друг мениджмънт биха имали по-голяма стойност. Стриктните и задължителни изисквания за разкриване на информация, чрез които се предоставят достатъчно финансови детайли, за да може да се осъществи пълноценен контрол и оценка на работата на корпорациите, още повече улесняват тези процеси.

В края трябва да отбележим, че в основата на американската икономическа система е залегнала вярата във водещата роля на следването на частния интерес за постигането на обществен просперитет. Може би никое друго общество не залага толкова много на прословутата теория за „невидимата ръка“ на Адам Смит: американският „обществен договор“ възприема преследването на собствения интерес в една пазарна среда като най-добрия начин за постигане на общото благо. Както Фридрих Хайек отбеляза „В момента, в който мениджмънтът на една голяма корпорация се счита не само за упълномощен, а и за задължен да отчита обществения интерес в процеса на вземане на решения (...) той придобива действително неконтролируема власт“¹.

Акционерите

По право и по закон американските компании са притежание на собствениците на корпоративни акции. Тази собственост дава привилегии за контрол, които икономистите наричат „остатъчни“ (residual) права на контрол: правото да се вземат решения, засягащи използването на тези активи на компанията, които не са изрично контролирани от закона, или прехвърлени на други по силата на договор. Тези остатъчни права са твърде ограничени – според американското законодателство правото на акционерите да влияят върху нормалния ход на бизнеса по същество е ограничено до избирането на корпоративни директори, които да управляват корпорацията от тяхно име. Акци-

¹ Frederick, A. „Law, Legislation, Liberty“, Vol. 3, University of Chicago Press, 1979: 82.

онерите могат да гласуват за промяната на вътрешните разпоредби на компанията, да избират и освобождават корпоративни директори, както и да одобряват или отхвърлят големи „органични“ промени, които биха могли да доведат до прекратяването на компанията (като сливания или продажби). Освен гореизброените, те нямат право да взимат директни решения за дейността на компанията. По-специално, акционерите не вземат директно участие в определянето на дивидента на корпорацията, в наемането и освобождаването на мениджъри или в изграждането на основната инвестиционна политика.

Ако законите права на акционерите са малко, то техните задължения са още по-малко. Те не трябва да гласуват или да участват в контрола и управлението на корпорацията по никакъв друг начин освен във връзка с пенсионните планове в частния сектор. Общите събрания на акционерите, които трябва да се свикват ежегодно, са по-скоро церемониални актове, провеждани за да се спази процедурата, отколкото необходимост. Важно изключение от това обаче представлява борбата за правото да се гласува с акциите на другите акционери, наречена „борба за пълномощни“¹. Акционерите могат да упълномощават с правата си на глас титулярните мениджъри, трети страни с конкуриращи се предложения, или да ги използват, за да лансират собствените си предложения. Тези предложения обаче не могат да бъдат насочени към оперативната дейност на компаниите и по принцип не са задължителни за мениджмънта.

В действителност правото на акционерите да влияят върху нормалния ход на бизнеса в корпорацията е ограничено до избора и, при необходимост, освобождаването на корпоративни директори, които след това ръководят бизнеса от тяхно име. В своята работа корпоративните директори се ръководят от два фундаментални принципа: представителство само на лица с конституирани права на глас и защита само на техния интерес. Притежателите на корпоративни ак-

¹ Американските сертификати за притежаване на акции са регистрирани, поименни и с тях не може да бъде упражнено право на глас без надлежно оформени от собственика пълномощни, където да е посочено точно как да се гласува по различните точки. Процесът и съдържанието на представителството с пълномощни са подробно уредени от Комисията по ценните книжа и фондовите борси, която има право да инспектира всички случаи на представителство чрез пълномощни.

ции са единствените конституирани с право на глас и затова всички членове на съвета са длъжни да работят в техен интерес.

Тази единствена роля на собствениците на акционерен капитал не е въпрос на случаен избор на едно заинтересовано лице пред другите лица с интереси във фирмата. Акционерите са единствената група, чиито печалби не са гарантирани с договор – техните печалби икономистите наричат остатъчни приходи, т.е. сумата, останала след плащането на всички разходи, дългове и други договорни задължения. Фокусът, който поставяме върху отговорностите, които директорите имат към благосъстоянието на акционерите, е опит да се разгледат подробно всички стимулирани от собствеността действия, като се покаже връзката между остатъчния контрол и остатъчните приходи¹. Когато всички други права са уредени чрез договор, максимизирането на остатъчната стойност е равносилно на максимизиране на общата стойност: при това положение акционерите, чието право на контрол е съпроводено от право на остатъчна печалба, ще намерят ефективни решения, следвайки единствено собствения си интерес. Тези интереси се обясняват с благоденствието на акционерите, а задачата на борда е да се увери, че корпорацията се управлява по начин, водещ до максимизиране на богатата.

Други заинтересовани лица

Законодателството на все по-голям брой щати допуска корпоративните бордове да вземат под внимание интересите на други заинтересовани от дейността на фирмата лица, които не притежават акционерен капитал (и следователно не гласуват). Понастоящем относ-

¹ Един прост пример за това колко важно е да се направи връзка между остатъчния контрол и остатъчните приходи е сравнението на интереса на един собственик на кола с този на един наемател. Този, който е наел колата, има остатъчен контрол над колата през периода на наемане, но не е получател на остатъчния доход: дотогава, докато колата се използва в съответствие с определените чрез договора условия, остатъчните приходи се натрупват за сметка на агенцията за даване на коли под наем. В резултат на това наемателят няма стимул да се грижи за доброто състояние на колата по начина, по който би го правил, ако беше неин собственик: агенцията е тази, която поема остатъчните разходи, причинени от липсата на такава грижа. Paul Milgrom and John Roberts. *Economics, Organization & Management*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1992: 292.

но тези „други заинтересовани“ лица в повечето щати са приети разпоредби, които, най-общо, признават, че частните корпорации имат и обществените отговорности. Пример за това е законодателството на Охайо, което позволява на корпоративните директори по свое усмотрение да вземат под внимание в решенията си: 1) интересите на работещите в компанията, на доставчиците и на клиентите; 2) икономиката на щата и нацията; 3) съображенията на обществеността.

Въпреки това в повечето случаи тези разпоредби се прилагат само в контекста на поглъщанията и нито една негова форма не задължава корпоративните бордове да зачитат интересите на тези, които не при тежават акции. Главното възражение срещу категоричното възприемане на тези интереси е вярването, че борд, отговорен за много и различни интереси, в действителност не може да носи отговорност за никой от тях. Опасенията са, че представителството на заинтересованите лица би могло да политизира борда и, както бившият член на Комисията по ценните книжа и фондовите борси Джоузеф Грундфест твърди, „да одобри решения, които при друго положение той не би подкрепил от името на лица, които нямат властта да контролират или да се противопоставят на действия, целенасочено предприети в техен интерес“.

Корпоративните бордове

Според американското законодателство дейността на корпорацията следва да се управлява единствено от съвета на директорите. Законът не разграничава функциите на директорите на изпълнителни и неизпълнителни: съветът като цяло е органът, натоварен с управлението на съответната корпорация. Разпределението на директорите на изпълнителни (вътрешни) и неизпълнителни (външни) е оставено на акционерите на компанията. Съвсем благоразумно, от гледна точка на броя, в американските съвети преобладават външните директори, като обикновено разпределението е девет неизпълнителни директори от общо дванадесет. В състава на съвета винаги се включва главният изпълнителен директор, който в повечето случаи е и председател на съответната компания. Верен на принципа си да не определя изпълнителните и неизпълнителните функции в съвета, законът се въздържа и от възлагането на определени роли на различните негови членове. Ка-

то членове на корпоративния борд, от всички корпоративни директори, без значение изпълнителни или неизпълнителни, се очаква да действат като доверени лица на компанията и на нейните акционери.

Концепцията за задълженията на довереника се базира на добросъвестното поемане на отговорността, породена от доверието, което акционерите с право възлагат на корпоративните директори. Възложеното доверие разширява границите на отговорността на довереника отвъд стандартите за нормални бизнес отношения: като доверени лица, корпоративните директори е възможно да носят отговорност за действия, които са позволени от закона при нормалните търговски сделки. За илюстрация – корпоративен директор, който придобива активите на друга компания, няма нужда да информира продавача за предстоящо покачване на стойността на тези активи. Когато обаче става въпрос за придобиване активите на компанията, в която той е директор, той е длъжен да разкрие тази информация: в случай че не го прави, той нарушава отговорността на довереника, за което носи юридическа отговорност, независимо от това с каква цел го е направил и какъв е бил мотивът му.

Като доверени лица на корпоративните собственици, корпоративните директори са юридически задължени да действат по начин, който най-добре отразява интересите на акционерите. Задължението да полага грижи и да отдава съответното усърдие заставя един директор да изпълнява своите функции с внимание, което би проявил всеки човек със здрав разум на негово място и по начин, който той без всякакво съмнение да вярва, че е в най-голям интерес за компанията. Стандартът за здрав разум не е толкова разтеглив, колкото на пръв поглед изглежда: той трябва да издържи теста за основателност на взетите решения в контекста на корпоративното директорство. Това задължава корпоративните директори да използват информация, която да им е достатъчна, за да изпълняват своите задачи, да проучват разумно тази информация и да предприемат действия, когато обстоятелствата биха алармирали един благоразумен човек, че е настъпила нужда от такива.

Задължението за честно отношение или лоялността към компанията изисква от всички директори да изпълняват своите корпоративни отговорности единствено и само в интерес на компанията. По-конкретно това прави невъзможно въвличането им в сделки, които сами да

договарят със себе си (self-dealing), т.е. възпира ги да употребят предимствата на тяхната позиция за постигането на лични облаги. Всеки път, когато дадена сделка предоставя такава възможност, директорът, който трябва да одобри сключването ѝ, трябва да разкрие възможния конфликт на интереси на вземащия решенията в компанията, който да го отстрани от всякакви по-нататъшни дебати, имащи отношение към съответната сделка. Още повече, че нито разкриването на конфликта на интереси, нито самоотстраняването от дебатите по съответната сделка са достатъчни: ако сделката се осъществи, тя трябва да е справедлива по отношение на компанията, а нейната справедливост трябва да бъде предмет на разумна и безпристрастна оценка.

В случай че не изпълняват всички тези свои задължения, корпоративните директори носят юридическа отговорност. Като директори на тях не им е разрешено да се поставят в позиция, в която биха се облагодетелствали от престъпването на своите задължения като довереници. Американските съдилища често разглеждат като измама необяснимата печалба, извлечена от отношения между доверителя и довереника. Конфиденциалността на информацията е юридически защитена. Сделки, произтичащи от вътрешна информация, са забранени и се преследват изключително строго от много вещдата и ефикасна съдебна система, от различни саморегулиращи се и в този смисъл независими институции, както и от някои административни агенции. Тежките и разнообразни изисквания за разкриване на информация, наложени на публичните компании, заедно с правото да се предизвикват обществени действия и производните им съдебни дела срещу директорите, дават на акционерите на компаниите значителна защита срещу небрежност и измами.

Това обаче е защита на акционерите само от нехайство и измами от страна на корпоративните директори, която се предлага от закона, а не срещу различните рискове, присъщи на всеки бизнес. Разбира се, правилото за бизнес преценката защитава директорите от всякакви обвинения, базирани на по-късни, закъснели оценки за техните действия. Това правило възприема факта, че не е задължително корпоративните неуспехи непременно да са следствие от нехайните или престъпни преценки на корпоративните директори: рисковете, присъщи на всеки бизнес, могат да превърнат и най-добросъвестното решение в

неуспех. Дотогава, докато корпоративните директори са лишени от какъвто и да било личен финансов интерес по отношение на предмета на техните преценки, достатъчно добре информирани са по въпросите, свързани с него и искрено вярват, че техните преценки са в интерес на компанията, те са защитени от неоснователни съдебни обвинения.

Боргове и мениджъри

С някои изключения, компанията е тази, която трябва да реши какви по-специално са функциите на борда, които се съдържат в отговорността „ръководене на компанията“, тъй като законът не дава разяснения за неговото значение. Така или иначе, дори при липсата на прецизни правни уточнения, в действителността на корпоративна Америка съществува доста голямо съгласие по въпроса, какви могат и трябва да бъдат тези функции. В едно твърде характерно свое изявление Кръглата маса на бизнеса приема следните отговорности на корпоративните бордове:

- ✓ надзираване на управленския персонал, подбора и приемствеността на борда;
- ✓ следене на финансовото представяне на компанията и разпределяне на нейните капитали;
- ✓ надзор над социалната отговорност на компанията и;
- ✓ осигуряване на законосъобразност¹.

По същия начин и Комитетът Cadbury във Великобритания препоръчва следните функции на директорските бордове:

- ✓ преглед на корпоративната стратегия;
- ✓ поемане на отговорност за ключовите ресурси на компанията (в това число ключовите назначения);
- ✓ оценка на корпоративната резултатност и;
- ✓ въвеждане на стандарти за корпоративно поведение².

Въпреки че законът не разделя компетенциите на изпълнителните директори от тези на неизпълнителните и че всички директори носят общо отговорността за корпоративните дела, ролята възложена на неизпълнителните директори е съвсем ясна. Те трябва да предоставят независима

¹ Business Roundtable, The Role and Composition of the Board of Directors of Large Publicly Held Corporations: 3.

² Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance, Gee, 1992.

оценка на резултатите от работата на изпълнителните директори, тъй като са отговорни за властта, която поставят в техни ръце. За да бъде тази власт ефективна, неоправданата намеса във функциите на мениджърите трябва да бъде предотвратена. Както Джонатан Кархам отбелязва, това до голяма степен ще направи ефективността на корпоративните бордове предмет на уменията на неизпълнителните директори да балансират между принудата на отговорността и изискванията за ненамеса.

На неизпълнителните членове на борда са дадени широки правомощия да действат по собствено усмотрение по отношение търсенето на отговорност от мениджърите за техните действия, а за бордовете се предполага, че имат достатъчно власт, за да упражняват тези правомощия. В отсъствието на законово разделение на компетенциите на изпълнителни и неизпълнителни обаче отговорността за балансиране на властта в борда пада върху мениджмънта. Това се отдава на няколко фактора: неясната позиция на неизпълнителните директори като лица, вземащи решения, съветници и надзорници; силно индивидуалистичната бизнес култура, която олицетворява корпоративната инициатива чрез практическото идентифициране на компанията с нейния главен изпълнителен директор; процеса на подбор, който обичайно позволява на мениджмънта да избира директори, а не обратното; ефективен контрол на дневния ред на борда от страна на главния изпълнителен директор, който обикновено председателства борда.

Като резултат неизпълнителните директори традиционно виждат своята основна отговорност в идентифицирането, наемането и оказването на подкрепа на един компетентен главен изпълнителен директор. Следващият пример за възгледите на директорите, описан в изследването на Лорш за Американските корпоративни бордове, е много характерен: „Аз мисля, че най-съществената задача, която изпълнява борда, е подбирането на главен изпълнителен директор. Бордът не управлява компанията, но той трябва да се убеди, че хората, които го правят, са най-добрите възможни.“ И „Вие имате само две възможни действия. Едното се състои в това, кога да вземете решение да уволните главния изпълнителен директор и кой да бъде неговия заместник. (...) Второто е определянето на неговото възнаграждение и бонуси“¹.

¹ Jay W. Lorsch, *Pawns or Potentates*, Harvard Business School Press, 1989: 63.

Институционални инвеститори

Институционалните инвеститори изглежда са в по-добро положение да заемат активна позиция на контрол. Техният дял от Американския пазар на акции достига близо 60%, като дялът им в някои от най-големите Американски корпорации е значително по-голям. Още повече, че институционалните инвеститори държат значително по-голям дял от капитала на компаниите от индивидуалните акционери, а освен това техните холдинги са много по-концентрирани. До края на осемдесетте години водещите петдесет институционални инвеститори притежаваха 27% от всички записани акции, като дялът им (по пазарна стойност) в стоте най-големи Американски корпорации беше почти два пъти по-голям. Двадесет институционални инвеститора притежаваха около 34% от акционерния капитал на компаниите, включени в индекса Standard & Poor's 500.

В този смисъл институционалните инвеститори имат едновременно и стимула, и средствата да се ангажират по-активно с контрола върху резултатността на компаниите. До съвсем скоро обаче, избягвайки всякакви отговорности, свързани с контрола върху компаниите, и в частност директното представителство в техните бордове, те бяха почти толкова пасивни, колкото и индивидуалните акционери. Наскоро повишилата се активност на тези инвеститори и особено широкопопуляризираната активност на обществените пенсионни фондове насочи публичното внимание към институционалната собственост. Влиянието, което институционалните инвеститори, в качеството си на едри акционери, биха могли да окажат върху корпоративния мениджмънт, поражда два въпроса: дали големите институционални холдинги от корпоративни акции произвеждат същите възможности и стимули за контрол, каквито произвеждат и холдингите на индивидуалните инвеститори? И ако институционалните парични мениджъри имат възможност да държат мениджърите на корпорацията, отговорни за тяхната резултатност, то кой ще държи отговорни паричните мениджъри за тяхната?

Първият въпрос възниква, тъй като институциите обикновено преследват различни цели, придържат се към различни правила и имат различно поведение от това на индивидите. Всъщност понятието „институционален инвеститор“ обхваща голямо разнообразие от институ-

ции – фондации, банки, инвестиционни фондове, пенсионни фондове, – а и различните институции може да имат различни цели, да следват свои собствени правила и да имат различно поведение. До този момент най-големите институционални инвеститори в САЩ са пенсионните фондове, които според някои изчисления притежават приблизително 40% от капитала на всички публични компании. (За сравнение втората по-големина група инвеститори – взаимните фондове – притежават около 8% от целия акционерен капитал.) Около половината от тези холдинги са в ръцете на корпоративните пенсионни фондове, които се управляват в съответствие със строги федерални стандарти за поведението на довереника. Активното участие на тези фондове в процеса на контрол и управление на корпорациите се възпира от конфликтите на интереси, обхванали бизнес отношенията между фондовете и корпоративните емитенти. Един мениджър на корпоративен пенсионен фонд има очевиден интерес да запази сметката, която управлява, а корпоративният мениджмънт може да го заплаши със загуби на бизнеса като цена за неговата опозиция. Това не води до нищо друго, освен до охлаждане на желанието на паричните мениджъри да се намесват активно в контрола върху резултатността на корпорацията. Всъщност частните пенсионни фондове не показват голяма склонност да се противопоставят на мениджмънта, като в повечето случаи го подкрепят в борбата за пълномощия за гласуване срещу неговите противници.

Обществените пенсионни фондове, които се грижат за почти една трета от всички акции, държани от пенсионните фондове в САЩ, не са ограничени от подобни конфликти и по принцип са по-активни и по-самоуверени от частните фондове. Те сами правят или активно подкрепят предложенията на акционерите, лобират срещу мерките, насочени против политиките на превземане (*anti-takeover measures*), предпазващи мениджърите, и се обявяват в защита на широкопопуляризираните предложения за реформа, насочени към улесняването на тяхната способност да влияят върху върху дейността на корпорациите. Всички тези действия обаче са насочени основно към въпроси, засягащи контрола и управлението като цяло (тези, които са общи за голям брой компании), а не към специфични за компанията проблеми: „тънкият“ пазар на акции и диверсификацията на холдингите

на фондовете ограничават значително тяхното участие в управление-то и контрола на ниво корпоративен борд. Американският фондов пазар прави дори най-големите институционални инвеститори да изглеждат нищожни, поради което повечето фондове диверсифицират холдингите си, като инвестират в голям брой компании¹. Това неимоверно затруднява фондовете както да се освободят от закупените акции на компаниите, така и да упражнят адекватно правото си на глас. Поради тази причина повечето от тях не опитват нито едното, нито другото. Те управляват портфейлите си, опитвайки се чрез пасивно индексирание да следват движението на пазара, а не чрез активни операции да го победят.

Въпреки това активността на публичните пенсионни фондове повдига няколко въпроса във връзка с това, доколко те могат да бъдат желано и ефективно средство за запълване на празнината между собствеността и контрола. Тези въпроси са насочени най-вече към податливостта на фондовете на политически натиск. За разлика от частните, публичните пенсионни фондове се контролират от щатите, които ограничават инвестиционната им активност (по отношение на инвестициите, които могат да правят) и определят състава на бордовете им. Те по правило включват лица, назначени от губернатора на щата, представители на бенефициентите на фонда, както и лица, назначени заради поста, който заемат. Този състав поражда сериозни потенциални конфликти на интереси, тъй като щатските чиновници представляват едновременно и работодателите, и работниците, а освен това са и много податливи на политически натиск от страна на щата. Тази податливост се увеличава в условията и по времето на фискални затруднения, когато щатът по принуда трябва да подпомогне изпадналите в криза местни организации. В такива моменти огромните активи на публичните фондове стават политически изключително атрактивни за финансиране на тази щатска подкрепа. Практиката изобилс-

¹ TIAA-CREF, гигантски пенсионен фонд, държи около 35 от своите 95 млрд. долара в акции: това възлиза на около 1% от целия пазар. CalPERS (California Public Employees Retirement System), един от най-големите пенсионни фондове в страната, който притежава активи за над 60 млрд. долара, притежава акции на около 1600 компании: най-голямата му инвестиция е в пакет от 6,6 млн. броя акции на General Electric, което е само 0,72% от капитала на компанията.

тва с примери за подобен политически натиск. Един от най-известните е случаят с щата Ню Йорк и помощта, която градските пенсионни фондове оказаха на изпадналите във финансова криза щатски агенции, обвързани със заеми по финансирането на проекти за развитие на жилищното строителство и бизнеса. Под силния натиск на щатските представители, пенсионните фондове се съгласиха да закупят облигациите, емитирани от агенциите, за да предотвратят тяхната неплатежоспособност. А натискът, както отбелязва един от лидерите на синдикатите в града, който се е противопоставил на това използване на активите на пенсионните фондове, се равнявал на изнудване¹.

Податливостта на публичните пенсионни фондове на политическо влияние и контрол подчертава втория важен проблем, засягащ ефективността на институционалните инвеститори в ролята им на контролиращи корпорации, а именно, доколко може да се разчита на мениджмънта на институционалните инвеститори. Втрешният контрол, осъществяван от благодетелстваните организации (бенефициентите) на тези институции, сякаш е още по-трудна задача, отколкото контролът на корпоративно ниво. Не само поради факта, че бенефициентите на тези институции могат да бъдат толкова разпръснати, колкото акционерите на една голяма компания, но и поради възможността тук, големият корпоративен акционер, който е склонен да поеме цената на контрола, да няма аналог. Обичайните външни средства за контрол на дейността като враждебните поглъщания, борбата за пълномощия за гласуване или натиска на капиталовия пазар не само че не съществуват, но и често са абсолютно немислими. Поради всички тези причини рутинните механизми на корпоративната отговорност или не са налице, или са компрометирани на ниво институционален инвеститор².

Въпреки това няма съмнение, че разрастващата се институционална собственост изменя съотношението между „излизане от компанията“ и „употребяване на правото на глас“ в полза на второто: институциите са не само по-способни на колективни действия, но и

¹ Roberta Romano. Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered. *Columbia Law Review* 93(4), 1993: 802.

² John C. Coffee, Jr. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review* 91(6), 1991: 1277–1367.

тяхната невъзможност да ликвидират големите си холдинги, без да понесат съществени загуби, сякаш налага подобни действия. В резултат ролята в управлението на корпоративна Америка, която институциите могат и трябва да играят, е предмет на подновен интерес и дискусия. И критиците, и поддръжниците на институционалния надзор обаче са категорични и единни в едно отношение – упованието в това, че институционалните инвеститори ще успеят да дисциплинират корпоративните мениджъри, без да вземат под внимание политическата конюнктура, в която те работят, обикновено има катастрофални последици.

Резултатност на корпоративните бордове

Ако съдим по историческите постижения на Американската икономика през последния половин век, то трябва да отбележим, че системата на бордовете се справя твърде добре, дори само благодарение на ненамесата в прерогативите на мениджмънта. Но ролята на бордовете съществено се измени през този период. Първите корпоративни бордове бяха въпрос на законово изискване. Единствената им функция беше да задоволят изискванията на закона и бяха съставени преди всичко от изпълнителни директори. Постепенно бордовете започнаха да поемат контролни функции, концентрирани в контрола върху финансовата резултатност, осъществяван от довереника. Едновременно с това започна да се променя и съставът на корпоративните бордове, като броят на неизпълнителните директори значително нарастна. В последно време американските бордове започнаха да заемат още по-активна позиция, като освен поверения им контрол се заемат и с даването на препоръки и съвети по стратегически въпроси. Бордовете на почти половината от първите 1000 компании в класацията на сп. *Форчън* са формирали комисии за стратегическо планиране, а все повече компании провеждат разширени еднодневни или двудневни заседания на бордовете си, по време на които обсъждат корпоративната стратегия. Освен това бордовете се насочиха към търсенето на експертно мнение, избирайки неизпълнителните директори заради ноу-хауто, което те носят на борда, а не поради връзките, които те имат с някакви определени групи интереси.

Въпреки това забавеният ход на конкурентното развитие на биз-

неса в Америка, който се наблюдава в последно време, подложи системата на силно критичния и изпитателен поглед както на учените, така и на практиците. Това доведе до различни разработки, целящи подобрене на съществуващата система. Два свързани помежду си въпроса заслужават особено внимание: 1) реактивно вместо активно участие на корпоративните бордове в корпоративните дела; 2) по-скоро инвеститорското, отколкото собственическо поведение на акционерите, особено на институционалните.

Първият въпрос несъмнено бе породен от трескавата активност на пазара за корпоративен контрол през 80-те години. Според мнозина неспособността на корпоративните бордове да обуздаят мениджърските крайни и неуместни действия направи тази активност крайно необходима. Според твърденията на критиците начинът, по който General Motors, IBM и Kodak реагираха на тежкото положение, в което бяха изпаднали, е типичен за тази пасивност на корпоративните бордове. Разбира се, и в трите случая бордовете отстраниха главните изпълнителни директори на компаниите, но в своята неохота да разпознаят някога успешните корпоративни мениджъри, те изчакаха твърде дълго и така позволиха да се стигне дотам, че компаниите им да изпаднат в достатъчно окаяно положение, което предизвика широко обществено недоволство по отношение на тяхната дейност. Дебатът, засягащ пасивността на Американските корпоративни бордове, предизвика възникването на множество предложения, целящи осигуряването на по-активна и независима намеса от страна на външните директори. Такива бяха препоръките за създаване, в рамките на борда, на комисия по стратегическите въпроси на компанията или пък идеите за изграждане на институцията на професионалния изпълнителен директор.

За много странични наблюдатели обаче проблемът продължава да се задълбочава. Те вярват, че символичното участие на бордовете в корпоративните дела е ясно отражение на необвързаността на акционерите, които, разчитайки на „хода на Уол Стрийт“, се превърнаха по-скоро в мимолетни инвеститори, отколкото в истински собственици. Ако е така, решението може да бъде да се насърчат и улеснят дългосрочните връзки между компанията и нейните акционери. Тези наблюдатели твърдят, че нарастващата част от акционерния капитал,

собственост на институционални инвеститори, прави възможно такава „обвързано инвестиране“. За да извлекат изгода от подобна възможност обаче, по подобие на своите германски колеги, Американските институционални инвеститори би трябвало да заемат по-активна позиция по отношение на корпоративните дела.

Германската система

Обща информация

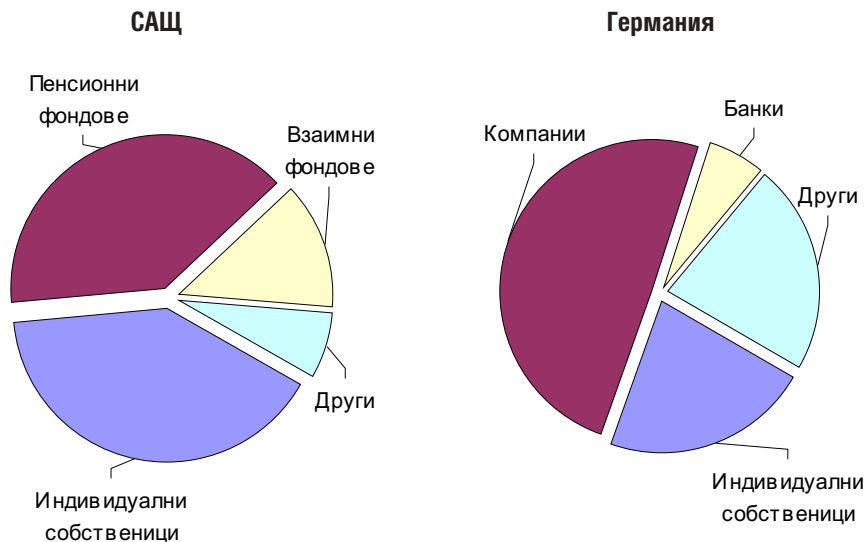
В забележителен контраст със САЩ, по-голямата част от акционерния капитал на немските компании е собственост на други компании. Междуфирмената съсобственост на акционерен капитал възлиза почти на половината от стойността на всички записани акции в страната. Въпреки че индивидуалните инвеститори са с обща собственост доста под 20% от всички акции, те са втората по големина група акционери в Германия. Техните дялове са в по-голямата си част под формата на удостоверения на носител, концентрирани като депозитарни холдинги в банките. Следователно лъвският пай (над 90%) от акциите на публичните компании в Германия е представляван (маркар и не притежаван) от институции. Но тези числа поставят само началото на историята: собствеността върху акциите на немските компании е силно концентрирана. През 1988 г. 27 от 40-те най-големи немски компании имаха поне един акционер с над десетпроцентов дял от техните емитирани акции, като в повечето случаи трите най-големи блока от гласове (voting blocks¹) притежаваха заедно повече от половината от акциите на съответната компания. Първите 14 немски компании имаха 22 институционални блока от гласове с поне 10% размер в капитала на компаниите.

Следователно е много по-вероятно немските собственици на корпоративен капитал, както и техните попечители, да имат бизнес отношения с компаниите, които притежават, отколкото техните американски колеги. В резултат на това те имат много по-силен мотив

¹ Блокът от гласове се различава от акционерния холдинг по това, че част от гласовете (и съответните акции) в блока могат да не бъдат притежавани, а получени с пълномощия или по друг начин (напр. семейно натрупване на гласове) само за целите на гласуването в Общите събрания на акционерите. Широкото разпространение на тази практика е една от чертите на немската система (б. р.).

да поемат отговорностите си на собственици и да се включат активно в контрола върху дейността на съответната корпорация. Още повече, че активният вътрешен контрол върху резултатността на компаниите е фундаментален за германската система: противно на своите американски аналози, германските акционери рядко търсят ресурс от финансовите пазари. При толкова голяма и мощна икономика като немската, едва малко повече от 600 компании са публични – това е по-малко от една пета от компаниите, които се котират на фондовите пазари във Великобритания и едва около една десета от тези в САЩ. Още повече, че въпреки неотдавнашното нарастване на неговото значение, финансирането чрез капиталовите пазари, т.е. чрез емитиране на акции, не е основният източник на капитал за немските компании, които обичайно си осигуряват външно финансиране под формата на банкови заеми. В резултат, състоянието на фондовия пазар изобщо не се доближава до центъра на внимание на немските акционери.

Корпоративна собственост, 1992



Фиг. 2. Холдинги по акционерни групи (% от общата стойност)

Освен това пазар за корпоративен контрол практически не съществува¹. Липсата на такъв пазар се дължи само отчасти на състоянието на финансовите пазари: много по-важни в това отношение са ограниченията, наложени от структурата на собствеността, контрола и управлението на компаниите. Германското законодателство позволява на компаниите да лимитират гласовете, държани от един акционер; холдингите от корпоративни акции, които банките притежават, обикновено не са за продан; ролята на работниците и служащите в процеса на контрол над компаниите възпира враждебните придобивания, като прави реструктурирането, което обикновено последва подобни придобивания, доста несигурно². Всичко това прави доста трудно за инвеститорите да продадат своите холдинги, като изключим факта, че правейки това, те биха могли да предизвикат обществено неодобрение. И така, както Джордж Сийменс отбелязва преди повече от век, „ако не можеш да продадеш, трябва да се погрижиш“.

Изглежда, че трябва да се полагат грижи, и защото в основата на Германската икономическа система е залегнала традицията на социалната икономика, в която различни социални групи си сътрудничат с общата цел да повишат благосъстоянието на нацията. Най-силният израз на тази гледна точка е принципът на „кодетерминизма“, който дава на основните страни, засегнати от корпоративните решения, правото да участват в процеса на вземане на решение. В най-широк смисъл, този принцип налага обществени отговорности на частната собственост. Обхватът на тази отговорност варира в зависимост от важността на съответната компания за икономиката: малките фирми почти нямат отговорности към друг освен към своите собственици, докато големите компании имат задължения към своите служители, доставчици, клиенти, местна общественост и обществото като цяло. Тези задължения се изразяват в изричното признаване на интересите и правата на всички онези, които допринасят за успешното осъществяване начинания-

¹ Ударението тук пада върху превземанията на управлението, извършвани на пазара: за разлика от враждебните превземания, приятелските сливания и придобивания са доста разпространени.

² Отсъствието на враждебни превземания не трябва да се бърка с внушителния брой приятелски сливания и придобивания на дялове. Той е значителен по всички стандарти и поражда притеснения относно концентрация на немската индустрия, която се получава като резултат.

та на компанията и поради тази причина имат определен дял в нея.

Заинтересовани лица

Няма специална уредба, която да регулира представителството на акционерите (различна от ограниченията, които произтичат от задължителното представителство на останалите заинтересовани лица), но правото на това представителство често се разпределя между институциите и по-специално между банките. В резултат на това акционерното представителство в Германия е под формата на големи блокове от гласове, а общите събрания на акционерите се радват на присъствието на много голяма част от общия брой на гласовете. Подобно на други държави обаче общите събрания са до голяма степен въпрос на формалност.

Въпреки че концентрацията на права на глас произвежда относително пряко представителство на акционерите, тя не трябва да се бърка със способността на индивидуалните акционери като група да предяват своите интереси. В действителност изглежда, че тези интереси често отстъпват на интересите на почти всички други по-главни заинтересовани страни: корпоративните собственици на дялове, собствениците на корпоративен дълг, служителите, доставчиците и клиентите на компаниите и различните общности като цяло. Основната цел на многопартитното представителство не е нито да придвижи интересите на едно отделно лице с право на глас пред тези на останалите заинтересовани лица, нито пък да защити тези интереси от останалите. Целта по-скоро е да се намерят общите интереси на всички заинтересовани, които интереси се заключават в непрекъснатост и последователност на корпоративния бизнес чрез продължаване на конкурентноспособното съществуване. Многопартитното представителство – принципът на общия интерес, определя фундаменталната отговорност на борда да допринесе за реализирането на интересите на компанията като цяло чрез увеличаване способността ѝ да произвежда благосъстояние.

Както Джонатан Чаркам отбелязва, за тази отговорност „благоразумието взема връх над печалбите“. Още повече, че това е много повече от законово изискване – тази отговорност очевидно се радва на всеобщото одобрение на заинтересованите лица. Сравнително по-малко внимание се отделя на краткосрочните мерки за корпоративна резултатност, тъй като непосредствените ценности на акционерите

рядко се считат за уместни, дивидентите не са обект на сериозна тревога, а на печалбата се гледа като на необходимо средство за продължаване на конкурентното оцеляване, отколкото като на цел сама по себе си¹. Немското право дава права на представяне на другите заинтересовани от компанията лица, като предоставя възможност за представителство в бордовете на служителите на всички фирми, с изключение на най-малките. Следвайки обичая, представителни права се дават и на другите най-важни заинтересовани от компанията лица. (Например германските компании запазват места в бордовете си за банки, основни свои клиенти и доставчици, обществени институции.)

Корпоративните бордове

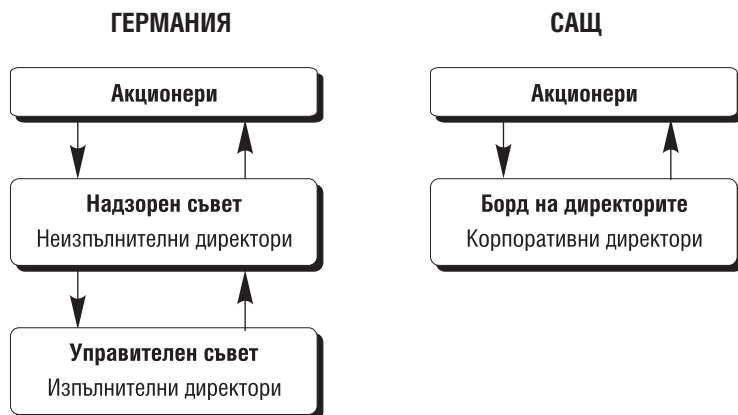
И организацията, и ролята на корпоративните бордове в Германия са коренно различни от американските. Първо, за разлика от американската система, немската система се състои от два органа: Надзорен съвет, който е съставен изцяло от външни директори; и Управителен съвет, който изцяло се състои от изпълнителни директори. На тази структура не бива да се гледа като на проста двустепенна разновидност на системата с един-единствен борд. Тя е основана на ясно разпределение на изпълнителни и неизпълнителни функции, като и двата съвета имат коренно различни постановени отговорности и власт.

Законът прави рязко разграничение между управлението и контрола, определяйки управленските функции като принадлежащи на изпълнителните директори на компанията и поставяйки категорично мениджърските отговорности в ръцете на управителния съвет. Тази организация прави управителния съвет основен за Германската система на контрол и управление: той е действително органът, вземащ решенията в една компания, на който е дадена пълната свобода в управляването на бизнеса, както и съответната власт за това. Разбира се, управителният съвет е отговорен пред надзорния съвет за правилното използване на тази власт, тъй като в немската система управителният съвет е този, който прави предложенията, а надзорният съвет този, който дава разпореждания.

¹ Тези ценности са много широко отразени в немската счетоводна практика. Jonathan Charkham. *Keeping Good Company*. Oxford University Press, 1994: 31.

Надзорните съвети

Макар че някой може да интерпретира надзорните функции и като включващи управленски отговорности, повечето надзорни съвети избягват подобно тълкуване като нарушаващо духа на закона. В резултат, при Германската система надзорната функция се упражнява независимо от управленската: нейната основна цел е да се убеди, че бизнесът на компанията е в компетентни мениджърски ръце. В значителна степен тази отговорност е ограничена до избиране и ако е необходимо, заместване на членовете на управителния съвет. Надзорният съвет назначава тези членове за период, който подлежи на продължаване, но не повече от пет години, като само надзорният съвет може да прекрати тяхното назначение (и то само по основателни причини). Друго, за което е отговорен надзорният съвет, освен избирането на топ мениджмънта, е одобряването на счетоводните отчети на компанията, на по-значителните капиталови разходи, на затварянето на заводи, както и на дивидентите. В резултат, надзорният съвет, който изпълнява ефективно своите задължения, при нормални обстоятелства се събира относително рядко (в редки случаи надзорният съвет се събира по-често от веднъж на тримесечие), като събранията са по-скоро формални. Все пак, ако възникне нужда, надзорният съвет може и става изключително активен.



Фиг. 3. Организация на корпоративните бордове в Германия и САЩ

Не е необходимо да се подчертава, че докато надзорният съвет контролира изпълнителния екип, членството в него е ограничено само до неизпълнителните директори. Голяма част от това членство е уредено от немското законодателство, а не от собствените правила на компанията. Структурата на членството зависи от размера на компанията, като представителството на служителите е задължително за всички компании с повече от 500 души персонал. Колкото по-голяма е компанията, толкова по-голям е процентът на членовете на надзорния съвет, избирани от служителите на съответната компания¹. Останалите членове се назначават от акционерите за период от четири години. Възможността за последващо разгаряне на конфликти между представителите на двете групи се намалява от правото на всяка една от тях да налага вето върху избора на представителите на другата.

Законовите ограничения върху членството в бордовете в комбинация със силно институционализираното представителство на акционерите обясняват сравнително еднакъв състав на надзорните съвети на големите публични компании. Освен представители на акционерите и служителите, те обикновено включват представители на банките, на големи доставчици и купувачи, както и на обществените власти. Типичното разпределение дава около тридесет процента от местата в надзорния съвет на акционерите, двадесет процента на заинтересовани страни с институционален характер, различни от акционерите, а останалите петдесет процента на служителите.

Разбира се, сравнителното превъзходство на представителството на работниците и служащите в надзорния съвет е отличителният белег на системата в Германия. Това представителство обаче не трябва да се бърка с прерогативите за управление на трудовите отноше-

¹ Изискванията за представителство на работниците и служащите варира според вида на индустрията и размера на компанията. В металургията и въгледобива заетите имат еднакво с акционерите представителство, тъй като и двете групи избират еднакъв брой членове на надзорния съвет. В другите индустрии заетите в компании с над 2000 души персонал избират една трета от членовете на съвета; в по-големите компании акционерите и заетите избират един и същ брой членове на надзорния съвет, като така се дава почти равно представителство на заетите (тъй като председателят, който има решаващ глас, се избира от акционерите). Членовете, избирани от служителите, трябва да включват поне един представител на надничарите, един на служителите, които са на заплата, и един на висшия мениджмънт.

ния в компанията¹. Надзорният съвет няма никаква управленска власт, така че представителството на работниците и служащите е на практика признаване на правото им да бъде взето под внимание тяхното мнение, както и да бъдат информирани относно решенията, засягащи компанията. Това не е незначителен фактор, тъй като подсигурава един непрекъснат поток на информация, необходим за обезпечаване отговорностите на корпоративните мениджъри. В действителност ролята на надзорният съвет често се разпростира отвъд формалните си граници: понякога се изтъква, че макар „надзорен съвет“ да е буквален превод на „Aufsichtsrat“, немският термин загатва повече за един съвет, отнасящ се по-скоро с внимание и даващ добри съвети, отколкото за надзор. В тази му роля, дейността на надзорния съвет е насочена не толкова към контрола над мениджмънта с цел откриване на възможни проблеми, колкото към подаването на независими, навременни „предупредителни“ сигнали, които да предотвратят появяването на тези проблеми.

Загължения на *gurektorume*

Веднъж станали членове на съвета, всички директори трябва да действат в съответствие със собствените си компетенции, представлявайки интересите на компанията, а не на тези, които са ги номинирали. В тези си компетенции те са обвързани с отговорността да бъдат лоялни и да полагат грижа за компанията. Но поради силния институционален компонент в управленския процес, стандартите за грижа и лоялност добиват различно значение от тези в американската система. Членовете на надзорния съвет често са висши служители в банки или в други институции, които притежават пряко акции или дълг на компанията. В това си качество те имат не само уменията и знанията, които са необходими за правилното оценяване на резултатността на мениджмънта, но и предимството на систематичния анализ и наблюдение на тази резултатност, осъществявани от специализирани екипи

¹ По-важните решения, засягащи наемането на служители, се вземат от управителния съвет, а интересите на работниците се представляват от основните им организации на заводско равнище – работническите съюзи. Тези съюзи уточняват всички условия по наемането, които не са регламентирани в колективните трудови споразумения, като техните членове са упълномощени да участват с гласа си в общите събрания на акционерите.

в институцията майка. В резултат, техните стандарти за добро изпълнение са значително по-високи от очакваните за един „обикновен благоразумен“ човек.

Въпросът за честното отношение е по-труден, особено по американските стандарти. Немското законодателство не забранява членството на конкуриращи се компании в съветите и не ограничава броя на компаниите, в чиито съвети могат да участват представители на една организация (въпреки че физическите лица не могат да членуват в повече от десет съвета). Вследствие на това се наблюдава значително смесено присъствие на водещите немски компании в надзорните съвети на другите, което се подсилва от водещата позиция на немските банки в надзорните съвети на множество компании (вж. по-долу). Тази ситуация създава потенциални конфликти на интереси, които се простират над възможното нарушаване на конфиденциалността (криминална проява според немското законодателство)¹.

По същия начин стоят нещата и с едновременното участие на банките като кредитори, акционери и депозитари на други акционери: техните интереси в ролята им на кредитори може и да не съвпадат с тези на акционерите, които представляват, или пък на компанията, която ръководят. Конфликтът, възникващ между лоялността към банката, където лицето е член на управителния съвет и лоялността към корпорацията, където пък членува в надзорния съвет, може да стане неизбежен, особено по време на финансово реструктуриране. В този смисъл не би трябвало да бъде изненадващ фактът, че голяма част от противоречията, раздиращи немската управленска система, са концентрирани около ролята, която банките имат в нея.

Банкуне

Ангажирането на банките в процеса на управление е може би толкова силна отличителна черта на немската система, колкото и участието на служителите. През 1988 г. представители на деветте най-големи банки държаха 94 места в надзорните съвети на 96 от 100-те най-

¹ В края на 1984 г. надзорните съвети на 79 от водещите 100 компании имаха поне по един представител от управителния съвет на друга от 100 водещи компании. Дванадесетте членове на борда на Дойче Банк членуваха в около 150 надзорни съвета и в 200 други управленски и консултантски комисии.

големи компании¹. „Големите три“ универсални банки – Дойче банк, Дрезднер банк и Комерцбанк, държаха около 61 % от всички места в надзорните съвети, заемани от банките, като само членовете на управителния борд на Дойче банк заемаха 37 %.

Превесът на банковото представителство не е следствие на това, че те държат големи пакети от акциите на тези компании: банките притежават не повече от 5 % от всички котираны акции (въпреки че в определени компании този дял надвишава 25 %). По-скоро той отразява общата позиция на банките като собственици и пълномощници. Всички банки заедно обикновено представляват около четири пети от всички гласове в общите събрания, като не повече от 3 % от индивидуалните акционери упражняват правото си да инструктират банката за начина, по който тя да гласува с техните акции². Взети заедно, банките по принцип са в състояние да определят състава на надзорните съвети (освен в случаите на представителство на служителите), да спират всякакви промени в клаузите и разпоредбите на голям брой немски компании, особено на тези с много дребни акционери, без доминантен собственик. Таблицата по-долу представя концентрацията на правото на глас в общите събрания на някои от най-големите немски компании³.

Властта, която дава това право на глас, се подсилва от ролята на банките като източник на външно финансиране. Въпреки че по последни оценки делът на банковите заеми във финансирането на инвестициите в реални активи на немските производители варира от около 12 % до „практически незаменим“, няма съмнение, че банковата система е от основно значение за немските компании, търсещи някаква форма на външно финансиране. Освен това банките са основно средство за достигане до практически всички други източници на финансиране, тъй като те обслужват по-голямата част от новите емисии на ценни книжа, предоставят брокерски услуги и консултации за обез-

¹ Theodor Baums, *Corporate Governance in Germany: The Role of the Banks*. *The American Journal of Corporate Law*, 40 (1992): 511. Това възлизаше на 5,4 % от всички места в надзорните съвети в тези компании. За сравнение – представителите на заетите заемаха 13,3 % от местата.

² Ibid.

³ Theodor Baums и Christian Fraune. Откъс от *The Economist*, January 21, 1995: 72.

печенията по небанкови, чуждестранни и правителствени заеми. В действителност банките в Германия са основните брокери, а някои от тях с готовност го потвърждават. Алфред Херхаузен, един от бившите председатели на Дойче банк, казва: „Разбира се, ние имаме власт. Въпросът не е дали имаме власт, а как се възползваме от нея.“¹

Компания	Дял в гласовете, представени на годишните събрания на акционерите, 1992 г., контролирани от:			
	Дойче банк	Дрезднер банк	Комерцбанк	Всички банки
Hoechst	9,0	32,8	27,7	98,5
Mannesmann	15,9	18,8	4,1	98,1
Siemens	17,6	12,4	4,5	95,5
BASF	18,6	17,6	4,2	94,7
Bayer	19,0	17,9	4,8	91,3
Volkswagen	5,9	6,7	2,4	44,1

По принцип немските компании нямат нищо против тази власт. Доста често самите те запазват места в надзорните съвети за представителите на банките. В ролята си едновременно на акционери и кредитори банките могат да предложат много неща: дългосрочното обвързване с компанията, експертното мнение (особено във финансовата сфера), както и мрежата от ценни контакти са измежду най-явните им предимства. От това не следва да се прави заключение, че банките упражняват своето влияние чрез надзорните съвети или чрез формалните комуникации между надзорните и управителните органи: ограничената от закона власт на надзорните съвети не би позволила упражняването на толкова силно въздействие. В по-голямата си част влияние се оказва по неформални начини, в директните контакти между банката и управителния съвет, далеч от официалните канали на управленския процес. Възникващата в резултат на това липса на прозрачност, въпреки всичко, очевидно не безпокои корпоративните акционери; може би поради факта, че те считат този процес за част от бизнеса, а не за управленска връзка.

¹ Цитат от *International Management* 1990: 30.

Резултати от дейността на бордовете

Дългосрочните постижения на немската икономика също не дават основание за недоволство от корпоративната система на управление. Всъщност голяма част от успехите на икономиката се приписват именно на тази система от управителни бордове, поне до степенята, до която тя насърчава дългосрочните връзки между заинтересованите от корпорацията лица и институционализира тяхната обвързаност с компанията. Все пак някои аспекти от резултатността на борда многократно бяха поставяни под въпрос, а други бяха подложени на подробно разглеждане.

Голяма част от дискусиата бе насочена към ролята на банките в процеса на контрол и управление. Според мнозина силното влияние, което банките оказват върху надзорния и управителния съвет на една компания, има сериозни недостатъци. Специализацията и ориентацията на банките са предимно във финансовата сфера и насърчават една по-скоро банково ориентирана, отколкото пазарно ориентирана корпоративна финансова система¹. От още по-голяма важност обаче е въпросът, засягащ банката в позицията и на кредитор, което може да я накара да защити инвестициите си, като постави безопасността пред шанса: пример за това е отричането на някои печеливши, но рисковани бизнес възможности на компанията. Този приоритет не трябва да се смесва дори когато банката е съсобственик на компанията – тя би могла да извлече повече ползи от бизнес възможностите, които тази собственост отваря пред нея, отколкото от дивидентите, които носи. На практика този дял от капитала, който банката притежава, може да влоши проблема, като я изкуши да „хвърли много пари на вятъра“ в усилията си да спаси този дял. Някои критици твърдят, че влиянието на банките е доста вредно. Според някои проучвания, колкото и противоречиви да са те, компаниите, в които банките са били най-влиятелни, отбелязват значително по-ниски печалби, отколкото тези, които са били по-малко зависими от тях.

¹ Оплакването на InterFinanz – водещи брокери по сливанията, че „банките не допринасят нищо друго освен разглеждане на баланса“ (*Euromoney*, March 1987: 74), може би е малко прекалено. Наскоро Дойче банк заяви, че за председател на надзорния си съвет предпочита да назначи професионалист, добре познаващ бизнеса на компанията, а не банкирането.

В последно време се водят доста дебати върху огромната концентрация на власт в трите най-големи банки и значителното смесено представителство на водещите немски компании в бордовете на други. Мрежата от личностни взаимоотношения, която идва като резултат от това, не само прави надзора безличен, но дава плодотворна почва за възникването на сериозни конфликти на интереси. Несериозните изисквания за разкриване на информация и твърде завоалирания управленски процес още повече изострят проблема. Банките не са задължени да декларират, пакети непревишаващи 25% от капитала, сметките на компаниите са сравнително неразбираеми, а и в голямата си част управленският процес се държи настрана от обществеността.

Именно тази концентрация на власт засилва желанието за реформиране на системата. Те включват предложения за принуждаване на банките да намалят размера на дяловете си (до 15 или дори до 5 процента), затягане на изискванията за разкриване на информация, изискване на отговорност от страна на одиторите не само за надзорните, но и за управителните съвети, елиминиране присъствието на банките в надзорните съвети на конкуриращи се фирми, както и прекратяване на смесеното представителство в съветите на индустриалните фирми. Въпреки разликите в някои детайли, тези предложения целят да направят системата по-податлива на външен контрол, като интересното е, че оправдание за тази податливост се търси в примери от американската система.

Друга организация на корпоративните бордове

Едно- или двустепенните структури на управление изглеждат като обхващащи всички организационни форми на корпоративни бордове, но немската и американската системи далеч не изчерпват възможното съдържание на тези форми. По-скоро тези системи определят двете крайности на едно голямо многообразие от различни уредби, „изтискани“ до тези две структури. Примерите, дадени по-долу, целят единствено да илюстрират това разнообразие¹.

Формалната структура на японската система е буквално копие на американската (всъщност японската система на управление е нало-

¹ Подробна разработка се намира в: Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years, Oxford Analytica, Oxford 1992, или Jonathan Charkham, Keeping Good Company, Clarendon Press, Oxford, 1994.

жена от американци). На практика обаче почти осемдесет процента от публичните дружества в Япония нямат каквито и да било външни директори, а самият съвет е средство за представителство, подобно на немското, на интересите на компанията и на свързаните с нея лица. Това е факт, въпреки че двете отличителни черти на немската система – представителството на служителите и присъствието на банкови представители в корпоративните бордове – подозрително липсват. Почти всички японски директори са висши изпълнителни служители на компанията, а представителите на банките обикновено участват на по-ниско ниво, като задачата им е да контролират счетоводството и одита.

Каквито и да са формалните прилики, японската система не е нито като тази в Германия, нито като тази в Америка. В нейната основа стои уникалната система на организация на индустрията в Япония. Тази организация, която се характеризира с индустриални формирания, известни като *keiretsu*, включва банки с големи инвестиции в индустрията и индустрия с голям дял на междуфирмена съсобственост. Една *keiretsu* компания извлича много повече ползи от бизнеса, който има с други такива компании, отколкото от дивидентите, които получава от тях. Системата на управление и контрол отговаря на характера на тези връзки, като обединява контрола на резултатността – традиционна територия на корпоративния контрол, с подпомагането на производството и размяната, което е територия на договорния контрол и управление¹.

Сравнението между реално съществуващата система на управление в Япония с нейния американски „проект“, разкрива второстепенното значение на организационната структура на корпоративните бордове. Начинът, по който са уредени тези структури в другите страни потвърждава това заключение. Швеция например има едностепенна система на управление, но за разлика от американската тук представителството на служителите на по-нисшите нива е наложено от закона, докато членството на изпълнителните директори обикновено е ограничено до главния изпълнителен директор на компанията. В Холандия системата е двустепенна, но за разлика от Германия не се допус-

¹ Ronald J. Gilson and Mark J. Roe, *Understanding the Japanese Keiretsu, Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization*, *Yale Law Journal* 102 (4), 199: 871–906.

ка участие на зетите в надзорния съвет, който от своя страна е изцяло съставен от външни директори. Италианските бордове, макар и едностепенни, функционират по модела на собственост и индустриална структура, които много повече се доближават до тези в Германия, отколкото в САЩ. Често дори много големи италиански компании се контролират от една фамилия, като препокриването между основните акционери и директорите често е значително, а понякога дори пълно.

Накрая трябва да се спомене, че структурата на бордовете при французите е крайно непоследователна. Те позволяват компанията да има или едностепенна, или двустепенна система на управление, според предпочитанията си. Когато съветът е само един, както е в повечето случаи, той трябва да се състои поне от две трети външни директори. При двустепенната алтернатива в редиците на надзорния съвет се допускат само външни директори. Но и в двата случая системата предоставя на главното изпълнително лице – Президент или Генерален директор, почти абсолютна власт над съвета (съветите), както и над общото събрание на акционерите. Тази власт, която несъмнено е отражение на френската политическа традиция, прави всички прилики както с американската, така и с немската система съвсем незначими.

Икономиките В преход

Законовата обвивка на корпоративния контрол в повечето Централно– и Източноевропейски страни силно наподобява системата в Германия, особено по двустепенния си характер. Тази формална прилика е твърде подвеждаща, тъй като еднаквите обвивки често имат съвсем различно съдържание. Тук обаче, няма съмнение, че системата на управление в региона ще наподобява немската – особено що се отнася до необходимостта да се разчита на вътрешния контрол върху резултатите на компанията.

Отчасти това се дължи на факта, че развитието на институциите за външен контрол, като законовите разпоредби и финансовите пазари, отнема време. Възможно е (въпреки че нито е желателно, нито вероятно) да се предостави една на пръв поглед завършена законова структура на управление в съвсем кратки срокове. Докато обаче инфраструктурата, необходима за нейното прокарване (съдебна система, регулиращи структури, администрация за прилагането ѝ), бъде развита, ще

бъде безсмислено да се разчита на ефективен контрол от нейна страна. Що се отнася до финансовите пазари, трябва да се отбележи, че е твърде малко вероятно скоро те да достигнат дълбочината и съвършенството на американските пазари. Не е възможно да заемат и мястото, които тези пазари имат в системите за контрол и управление в САЩ и Великобритания, тъй като това явление няма аналог никъде по света. Дори и да можеха да заемат това място, това не би могло да се случи по време на прехода. Достигането до необходимите дълбочина и съвършенство най-вероятно ще отбележат края на този преход.

Липсата на силен външен контрол прави инструмента за вътрешен контрол – корпоративния съвет – най-важния компонент по време на прехода. Трудността в оценяването на ефективността на корпоративните съвети в икономиките на Централна и Източна Европа произлиза от факта, че това, което съветите могат да правят най-ефективно, зависи в голяма степен от това, кой притежава или контролира правата на собственост. В повечето страни от региона това все още предстои да бъде изяснено, тъй като по-голямата част от тях все още не са завършили програмите си за масова приватизация¹. Начинът, по който тези програми ще разпределят съществуващото имущество, ще реши не само на кого ще принадлежат правата на собственост върху активите на компаниите, но и по-важното, кой в действителност ще ги притежава, т.е. кой ще може ефективно да ги контролира. В този смисъл „корпоратизацията“ на държавната собственост, която води до създаването на корпоративни съвети в държавни компании, не увеличава прозрачността на процеса на управление.

Макар и доверието, което се гласува на вътрешните за корпорацията директори да контролират резултатността на корпорацията да са по-близки до немската система, в едно отношение те ще наподобяват повече на своите американски, отколкото на немските си колеги: те ще трябва да се справят съвсем сами. Няма да могат да разчитат на банките (или на други институционални инвеститори) да им предоста-

¹ Въпреки очевидната неактуалност на този текст, по него може да се възпроизведат очакванията, които съществуваха за ролята на масовата приватизация и инвестиционните фондове, когато те бяха създавани. Днес, когато знаем какво стана със собствеността и как функционират наследниците на приватизационните фондове, този текст ни обяснява защо и как се стигна до масовата приватизация. (Б. р.).

вят експертното мнение, от което съветите се нуждаят, за да контролират ефективно резултатите на компаниите; а и няма да могат да разчитат, че банките ще осъществяват този контрол независимо от бордовете, така както го правят в Германия. До голяма степен интересът, който немските банки проявяват към управлението на компаниите, произтича от факта, че те притежават голям размер от техния дълг, докато в повечето страни от Централна и Източна Европа ролята на банките в предоставянето на нужните капитали е силно ограничена. Но дори и банките да участваха в процеса на управление, тяхната ефективност би била силно лимитирана от липсата на съответния опит и експертно мнение в контрола и оценяването на резултатността на компаниите.

Ако някоя институция изобщо би могла да възприеме ролята, съответстваща на тази, която имат банките в Германия, то това може би са инвестиционните фондове. В действителност в много от страните в региона очакванията за бързо инжектиране на пазарна дисциплина и ефективен контрол в поведението на компаниите почиват именно върху тези фондове. Но тук е нужно да се отбележи, че американските доказателства за ефективността на контрола, упражняван от външните инвеститори, дори и на големите институционални инвеститори, далеч не са убедителни. Както бе отбелязано по-горе, често е трудно да се осигури отговорно поведение от страна на институционалните инвеститори, а институциите с държавно участие са предмет на значителен политически натиск, особено по отношение на инвестициите със социален характер. Въпреки че резултатите от опита на инвестиционните фондове в Чехия изглеждат обнадеждаващи, все още е рано за окончателната присъда. Много въпроси остават открити: дългосрочните инициативи на тези фондове, значителната концентрация на права за контрол в ръцете им, възможните конфликти на интереси, произтичащи от тази концентрация, както и ролята на фондовете, контролирани от държавата, са сред най-очевидните.

Възможната липса на институционална подкрепа се влошава от факта, че външните директори често се сблъскват с „погранични“ условия, ако се изразим с термина, наскоро използван от Business Week. Те функционират в бизнес среда, където системата от граждански правила, ръководеща частните търговски сделки, съвсем не е завършена, правата върху собствеността не са изяснени, където съдебната

система няма необходимия капацитет, а законът необходимата сила, за да формулира точно и да прокара тези права. Социалната среда, в която функционират пък, е изпълнена с нови убеждения, които се сблъскват със старите навици, страхът се надпреварва с надеждата и пошlostта, омаловажава делата. Въпреки че средата в „пограничните“ икономики съвсем не прилича на тази в развитите, трябва да се отбележи, че американският опит доказва, че когато са оставени сами на себе си, ефективните бордове си помагат много по-добре, отколкото тези, които чакат да им се помогне. Тази самоподкрепа е насочена към две неща: дава определени права на борда, като ясно определя отговорностите му и формализира процедурите за освобождаване от тези отговорности; избира директори, чиято квалификация оправдава властта, в която са облечени.

Във всяка система за контрол и управление главната отговорност на корпоративните директори е да се уверят в чувството за отговорност на мениджмънта, а основното средство за изпълнението на това задължение е процесът на наблюдение и оценка на резултатите от работата на мениджърите. Натоварването с тези отговорности без определяне на начините, по които директорите би трябвало да ги изпълняват, води до формирането на бордове, които са много добри в съветите, но им липсват възможности за надзор. Целите на американските компании, насочени към подобряване на процеса на контрол и управление, определят ясни и системни процедури за оценяване на резултатността на изпълнителните директори и настояват бордовете да спазват тези процедури. Те не са нито законово наложени, нито универсални: те се прилагат от отделните компании и варират в зависимост от условията и нуждите на тези компании. Разработването и прилагането на такива процедури в новоприватизираните компании в Централна и Източна Европа ще допринесе много за способността на бордовете да посрещнат своите задължения. Трябва да се отбележи обаче, че е необходимо да се положат определени грижи за формирането и регулирането на функциите и процедурите, които трябва да изпълнява бордът. Ясно е, че средата на икономиките в преход има непосредствена нужда от създаването на нови правила и от осъвременяването на остарелите – но създателите на тези правила трябва да осъзнаят, че средата е крайно податлива на свръхрегулация на дребните проблеми за сметка на рис-

ка от създаването на много по-трайни и сериозни такива.

Втората сфера, в която бордът би могъл да бъде полезен за себе си, покрива процеса на избор и оценяване на собствените си членове. От самосебе си е ясно, че за да контролира резултатите от работата на мениджмънта всеки борд се нуждае от всичкото знание, което може да получи. В средата на прехода, изпълнена с претенции за компетентност, но без достатъчно експертно знание, което да я потвърди, тази нужда е особено силна. Това знание обаче съвсем не е достъпно условие. За да се осъществява ефективен контрол на резултатите от работата на мениджърите, директорите се нуждаят от поне още три неща – информация, независимост и обединеност. Компанията трябва да отвори за всички членове на борда всички важни за нея книги и да предостави достъп на всички акционери до важната за тях информация. Възможността за активен контрол над резултатността се затруднява от липсата на откритост, а общественият натиск може да бъде най-ефективното препятствие пред иначе невъзпрепятстваната злоупотреба с властта. По общо признание, в реалността на преходния период, по-стриктните изисквания за разкриване на информация биха могли да направят вредни иначе желани действия – но правото на контрол започва с правото на информация. „Слънчевата светлина“, както преди време отбеляза Луис Брендис, съдия от Върховния съд на САЩ, „е най-добрият дезинфектант“.

Значимостта на независимостта и интегрираността са видни сами по себе си, но практическото им значение не е. Анекдотичните доказателства за злоупотреба с директорска власт и многобройните конфликти на интереси са най-популярните теми на разговор в Централна и Източна Европа. Някои от тези злоупотреби са изцяло с цел измама, но други са в резултат на липсата на разбиране на значението на лоялността и загрижеността, както и на произтичащата от тях невъзможност да се разпознаят конфликтите на интереси. Точното определяне на критериите за оценяване на независимостта на директорите и идентифицирането на ситуацияите на пораждащи се конфликти на интереси, заедно с ясните рестрикции, налагани върху членовете на бордовете, които нарушават тези критерии, са от основна важност за региона и трябва да получат висока приоритетност в дневния ред на компаниите. За да се увери, че членството в борда ѝ отразява и посреща

нейните нужди, компанията трябва да определи формален процес за подбор и преизбиране на членовете в него. Процесът трябва да изясни критериите за избор на членове, процедурите за оценяване на кандидатите, както и средствата за тяхното одобряване или отхвърляне. По същия начин компанията трябва да определи процес за оценяване на резултатите от работата на директорите и да обвърже всички решения за преизбирането им с резултатите от тази оценка. За да бъдат ефективни, тези процедури трябва да бъдат ясно предписани – но тяхната формалност не трябва да възпира компанията от изменението им в съответствие с променящите се нужди.

Макар и горните препоръки да са твърде директни, някои от тях докосват най-противоречивите въпроси в корпоративния контрол, а именно: какви би трябвало да бъдат целите на корпорацията и кой трябва да бъде представен в борда. Там, където законът регламентира и двете, въпросът е решен. Но където оставя място за избор, всяка компания трябва да избере – тъй като липсата на избор означава прехвърляне на правата на собственост върху мениджърите. В средата на прехода изборът е особено труден, тъй като повечето компании се сблъскват с решения във връзка с реструктурирането, които засягат голям брой заинтересовани от компанията лица. Тези решения трябва да се справят с ясните и често конфликтни искания на различни заинтересовани лица и са особено тежки поради надеждите, които те възлагат на нововъзникващата икономическа среда. С управленските трудности и социалното напрежение, които са характерни за икономиките в преход, очевидно представителството в борда на различните заинтересовани лица с право на глас е по-скоро свързано с вреди, отколкото с болка.

Възможно е подобно представителство да парализира борда, като политизира дейността му и размие отговорностите както на директорите, така и на мениджърите. Но при икономиките в преход проблемът е още по-сериозен: тук е възможно дори представителството на различните акционери да подрива конструктивните реформи. Масовата приватизация е съпроводена от целенасочено създаване на приватизационни фондове и спонтанното възникване на инвестиционни фондове. В някои от тези фондове държавата е директен, а често и едър акционер, докато в други тя запазва ефективните си права за кон-

трол чрез мрежа от йерархични холдинги. И в двата случая обаче представителството на акционерните интереси на държавата би могло да възпрепятства едно истинско реструктуриране. Още повече, че интересите, които частните фондове имат от активното реструктуриране на компанията, може и да не са съвсем ясни. Ранният опит на приватизацията в Русия например показва, че частните фондове може да придобият част от собствеността с цел извличане на облаги (rent seeking) от връзките на компанията с държавата, или пък да се споразумяват с мениджърите, за да „защитят“ компанията от външни инвеститори¹.

Тези проблеми предполагат, че компаниите в страните в преход биха могли да спечелят от присъствието на директори, които са независими едновременно и от мениджмънта, и от институционалните инвеститори, а един професионален корпоративен директор може да се окаже на място.² Разбира се, институцията на професионалния директор ще трябва да бъде съвсем новосъздадена, а поддържането на нейния интегритет ще бъде едно голямо предизвикателство, но това се отнася за много други институции, които се основават в икономиките в преход. Във всеки случай същите наболели теми предполагат, че главната отговорност на корпоративните директори трябва да бъде „ежедневната грижа“, т.е. максимизирането на възможностите на компанията да произвежда благосъстояние. В преследване на тази цел бордовете трябва да се съобразяват с интересите на всички заинтересовани от компанията лица – в края на краищата нито една компания, която не е зачитала интересите на своите клиенти и е заобикаляла интересите на служителите си не е оцеляла, нито една компания, която е подминавала интересите на доставчиците си не е преуспяла. Обаче бордът трябва да зачита тези интереси като следствие от трезва бизнес преценка, а не като неясни социални отговорности. В този смисъл зачитането на тези интереси е не само независимо от тяхното представителство, но и това представителство би могло да попречи на тяхната реализация.

¹ Roman Fridman, Katharina Pistor, and Andrzej Rapaczynski, *Investing in Insider-dominated Firms: A Study of Russian Voucher Privatization Funds*, Transition Economics Division, Policy Research Department, The World Bank, Washington, DC 1994.

² Роналд Д. Гилсън и Рение Краакман направиха предложение за създаване на класа на независимите професионални директори в САЩ, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, *Stanford Law Review* 43, 1991: 883–92.