

Първа глава

УСЛОВИЯ И ФАКТОРИ ЗА РАЗВИТИЕ НА АКЦИОНЕРНАТА СОБСТВЕНОСТ

- 1. Условия и предпоставки за възникване и развитие на акционерната собственост**
- 1.1 Възникване и първоначално развитие на акционерната собственост**

Проблемите, свързани с възникването и първоначалното развитие на акционерната собственост, са многократно изследвани от икономисти, юристи и изследователи от други области. Това се отнася както за историята на тази форма на собственост в отделните страни, така и за общото ѝ развитие. Основанията за разглеждането отново на тези въпроси се съдържат не толкова в желанието да се възобнови нещо старо, което дълго време е било пренебрегвано, и по такъв начин да се отговори на съществуващия интерес. По-скоро, делта е върху основата на съществуващата литература да се направи опит за кратко и системно изложение на връзката между развитието на акционерната собственост и условията в страните, които са били представителни за това развитие през съответния период.

Първите акционерни компании възникват в Англия към края на XVI в. Първата стъпка е създаването през 1555 г. с харта на кралица Мария Тюдор на Руската (Московската) компания. Тя обединява лондонски търговци, които финансират проучвателни пътувания и създаване на улеснения за своите членове чрез общ капиталов фонд. Но повечето от изследователите¹ на акционерната собственост смятат, че първата акционерна компания е Източноиндийската, създадена на 31.XII.1600 г. с харта на кралица Елизабет I, защото в тази харта за първи път се използва терминът „съвместен акционерен капитал“.

През XVII и началото на XVIII в. продължава развитието на подобен род търговски акционерни компании във Великобритания, създадени със специално решение на кралицата или парламента. След 1650 г. започват да възникват и търговски акционерни компании без подобно разрешение. Те се стремят да се възползват от предимствата на асоциирането, като избегнат високите разходи за получаването на харта.

Първите акционерни дружества се създават под формата на търговски акционерни компании. Но трябва да се има предвид, че съвместният капитал не се използва за извършване на търговски операции – това всеки търговец член прави за своя сметка и отговорност, а и за проучване на възможностите за търговия и създаване на различен вид улеснения и привилегии за съдружниците.

И преди това са се правели търговски пътувания с подобни цели, които са финансирани съвместно. Но на определен етап възниква необходимостта от институционализирането на формата за осъществяването им, от превръщането ѝ от епизодична в постоянна. Създаването на първите корпорации е предизвикано от нуждите на английската икономика по това време и по-специално от бурното развитие на търговията. Това е нова форма, но тя не се създава на празно място. Много от нейните характерни черти са извлечени от познати форми на производство и търговия. Използването на общ фонд и концепцията за съвместния дялов капитал се вземат от търговските пътувания, а привилегиите от монопола, улесненията за обслужване и продажба, мениджмънта и администрирането на съвместните дейности, от организацията на средновековните гилдии.

Правното регулиране на този процес се основава на идеи и норми, развити през предишните векове – идеята за свободата, вкл. свободата за асоцииране от договорен тип, и осъществяването на такава форма на организация на съвместна дейност като *Societas* – асоциация с права и задължения, различни от тези на нейните членове, и *Commenda* – дружество, в което отговорността на инвеститора, който има ограничен контрол върху дейността на предприятието, е ограничена до неговата първоначална инвестиция.²

Изводът е, че възникването и бързото развитие през XVI и XVII в. на корпорациите в Англия се осъществява в благоприятна идейна, социална, политическа и икономическа среда, грижи и подкрепа от върховната власт и отговаря на интересите на търговците в частност и на страната като цяло. Съществуването на тези условия е основната причина Англия да се превърне във водеща страна в развитието и усъвършенстването на корпорационните форми през XVI и XVII в.

Следващият ключов момент в развитието на акционерната собственост е приемането през 1720 г. от английския парламент на закон, т. нар. „Bubble Act“, който е насочен срещу спекулативното развитие на корпорациите. В началото на XVIII в. се наблюдава значително разширяване на търговията, нарастване на просперитета на търговци-

те и други слоеве в страната, като в същото време механизмът за размяна на акции започва да се използва изключително за спекулативни цели вместо за инвестиране.

Външните белези на този процес са резки покачвания и спадове на цените на акциите, паника на пазара на акции, вълни на трескаво купуване и продаване, при които хиляди хора в един ден се подписват за акции на една компания, без никой да знае каква е тя и т. н. При тази обстановка се създава широка обществена опозиция срещу акционерните компании, и то преди всичко срещу тези, които ме са създадени с решение на Корената или Парламента. Като резултат английският парламент приема споменатия по-горе закон, с който се ограничава създаването и се контролира развитието на търговските акционерни компании.

Законът от 1720 г. е приет с цел да удовлетвори общественото недоволство, но поради изострената обстановка в него се предвиждат рестриктивни мерки, надхвърлящи рамките на тази цел. Резултатът е спиране на развитието и усъвършенстването на акционерната собственост в Англия за повече от век и загубване на водещите позиции, които тя има в тази област и никога вече не успява да възстанови.

Следователно още първите стъпки на възникването на корпорацията дават възможност да се изведат определени зависимости между развитието- на акционерните форми и влиянието на най-общите условия и предпоставки, които им влияят – общественото мнение и господстващите икономически, правни, социални и други идеи, законите и потребностите на икономиката като цяло и особено на нейните водещи отрасли. Развитието на корпорациите се основава и се инициира от потребностите на икономиката, улеснява се с наличието на благоприятна идейна среда, но най-директно върху него въздействат законите. Отрицателното въздействие на силно рестриктивните закони не може да се преодолее от положителното влияние на икономическите потребности. Последните могат да доведат до проблеми в законодателството, но само при благоприятно обществено мнение, а то освен от икономическите потребности много силно се влияе от поведението на корпорациите.

След 1720 г. центърът на развитието и усъвършенстването на акционерната собственост се премества в Северна Америка. До образуването на САЩ създаването и развитието на корпорациите в английските колонии в Новия свят се основават на културата, правото и традициите на метрополията. Въпреки това развитието на акционерните

форми е по-различно – осъществява се по-бързо и се разпространява по-широко, обхващайки освен търговията и производството, също прокарването на канали, водоснабдяването, риболова и др. В резултат на това към края на XVIII в. в САЩ съществуват около 350 корпорации, докато в Англия и Франция те са по около 20.

Причините за това ускорено развитие най-общо могат да се сведат до спецификата на средата, в която се развиват корпорациите. Първо, намалява се възпиращата сила на закона от 1720 г. поради трудността за контролиране на неговото стриктно приложение и възможностите за по-леко и по-евтино издаване на разрешения. Второ, потребностите на икономиката – развитието на нови отрасли и дейности, отсъствието на големи лични и фамилни богатства, стимулират асоциирането. Трето, при формирането на общественото мнение определена тежест имат специфични американски мотиви за асоцииране – решаване на проблемите на новите градове (вода, транспорт и др.), развитието на бизнеса предимно за частни цели и т. н. Получава се така, че условията и предпоставките за развитието на корпорациите поне до 1776 г. в общи линии са подобни на тези в Англия, но в Северна Америка те се проявяват по различен начин – влиянието на едни от тях се намалява, а на други се увеличава. В крайна сметка тази специфичност е толкова важна, че в своята съвкупност като комбинация условията в едната страна стимулират развитието на акционерството, а в другата го ограничават.

От началото на XIX в. развитието на корпорациите в САЩ започва да се осъществява по самостоятелни пътища. Дотогава разликата от Европа и в частност от Англия е съществуването на по-добри условия за корпорирание в посочения по-горе смисъл. Но от края на първото десетилетие на XIX в. Съединените американски щати стават инициатори на промяна на корпоративното законодателство.

През 1809 г. щатът Масачузетс приема закон, според който създаването на корпорация става чрез специални актове на съда вместо чрез харта. През 1811 г. щатът Ню Йорк приема първия в страната Общ акт за инкорпорирание, според който този процес се осъществява чрез следването на общи инструкции, посочени в закона. През следващите години много други щати приемат подобно законодателство, чрез което качествено се променя законовата основа за развитието на акционерната собственост в САЩ.

Влиянието на общественото мнение и на идеите се отразява двустранно в посочените закони. От една страна, те отразяват идеите за

свобода на предприемачеството и асоциирането, а, от друга, чрез тях се търсят възможности за намаляване и ограничаване на възможностите за скандали и злоупотреби, за осигуряване на по-добър обществен контрол върху дейността на акционерните компании. Новото законодателство отговаря на икономическите потребности на страната от бърза индустриализация. Корпорациите активно участват в този процес и се превръщат в една от основните форми на организация на бизнеса.

През 40-те години на XIX в. започва втора вълна на промяна на корпоративното законодателство, насочено към постепенно премахване на ограниченията в статута на корпорациите. През 1837 г. щатът Кънектикът приема закон, според който инкорпорирането е позволено за всеки законосъобразен бизнес. Стъпка по стъпка отпадат и другите ограничения, които са съществували дотогава поради страховете на обществото от концентриране на богатство, икономическа и политическа власт в корпорациите и в отделни собственици на акции. До 1875 г. отпадат повечето от законовите ограничения пред корпорациите – за продължителност на съществуване, размери, мощ и др.

И през този период общите условия и предпоставки за развитие на корпорациите запазват съотношението помежду си. Нуждите на американската икономика са нараснали и са необходими по-големи средства, особено при строителството на канали и железопътни линии. Преобладаващото обществено мнение е благоприятно. Нещо повече, „американската мечта“, идеите на протестантската етика, „духът на капитализма“ се свързват по това време с развитието на корпорациите.³ Дейността на акционерните компании не създава големи страхове в обществото. Законите създават добри условия за възникване и развитие на корпорациите.

В резултат от благоприятните условия и предпоставки за развитието, през XIX в. корпорациите преживяват период на най-голям растеж, безпрецедентен дотогава. От няколко стотици броят им достига няколкостотин хиляди, представени са в почти всички отрасли на икономиката, като в много от тях са преобладаваща форма на организация на бизнеса. Това е времето, когато се извършва първата качествена промяна в характера на корпорациите. От привилегировани и монополни организации, създавани със специални харти, функциониращи с ограничени цели и в специфични отрасли, корпорациите се превръщат в институции на свободната конкуренция – лесно достъпни за създаване и широко разпространени.

През 80-те и 90-те години на XIX в. съществуващият баланс в условията и предпоставките за развитие на акционерните компании започва да се нарушава. Източник на напрежението става бързото развитие на корпорациите – през 1890 г. те са вече 500 хил. броя. Но това, което започва да тревожи общественото мнение, е концентрацията на икономическа власт в резултат на отстраняване на конкуренцията и постигане на монополно положение в редица отрасли. Към 1890 г. производството на захар, нефт, тютюневи изделия и др. вече са под контрол на една или няколко обединени акционерни компании. Разбира се, големите размери на компаниите отразяват и изискванията на техниката и технологията, но основната причина, която предизвиква безпокойството, е стремежът да се използват изгодите от монопола, а също и начините за постигането му.

Отражение на реакцията на общественото мнение е приемането на Закона на Шермън, първият от поредицата антитръстови закони в САЩ.

Ако се потърси ефектът на този закон върху увеличаването на размерите на компаниите, ще се види, че той няма почти никакъв успех. Сегашните размери на водещите корпорации, породени от технически, технологични и икономически причини, са много по-големи, отколкото преди един век. Но в същото време този закон е сравнително успешен срещу монополизма и ограничаването на конкуренцията, срещу откровените прояви на антиобщественото поведение. Може да се каже, че от края на XIX в. започват да преобладават възгледите, че икономическият индивидуализъм, частният интерес на един или група асоциирани индивиди не може да се развиват абсолютно свободно, без ограничения, породени от необходимостта от съобразяването му с обществения интерес.

Вторият извод, който може да се направи, изпъква при сравняването на този закон с приетия 170 години по-рано в Англия Buble Act. Налага се една по-голяма прагматичност, умереност, стремеж да се спази мярката при отразяване на отрицателното обществено мнение в антитръстовото законодателство. Това дава възможност на корпорациите да се развиват и променят през следващите десетилетия за разлика от въздействието на закона от 1720 г., който за дълго време спира развитието им в Англия. Прагматизмът в обществената политика спрямо корпорациите, отхвърлянето на крайностите, отрицанието на едно икономическо явление заради това, че в него се съдържат и отрицателни черти, недопускането те да се превърнат в основни за об-

ществената му оценка, това е един от изводите, който е много важен и актуален и за съвременните преходни условия на източноевропейските икономики.

Следващият период в развитието на акционерната собственост обхваща времето от края на XIX в, до 50-60-те години на нашия век. Той може да бъде определен като период на създаването на “зрялата корпорация“ (Дж. К. Голбрайт). Въпреки че и през посочените десетилетия продължава разширяването на обхвата на акционерната собственост в различни отрасли и производства, все пак основното, което характеризира промяната, са вътрешните изменения в тази собственост.

Промени се наблюдават и в значението на различните условия и предпоставки за развитие на акционерната собственост. В общественото мнение се запазва двойственото отношение към корпорациите – от една страна, разбиране на положителната, им роля, на необходимостта им за икономиката, а, от друга, изострено чувство срещу възможните и реални злоупотреби върху основата на тяхната мощ и влияние в обществото. Един от показателните примери за обществените опасения от възможното нарастване на мощта на корпорациите и концентрацията ѝ в най-големите от тях се съдържат в класическото изследване на А. Бърл и Г. Мийнз „Съвременната корпорация и частната собственост“. В него се екстраполират тенденциите от предишни години и се предвижда към 1950 г. 70-80 % от икономиката да бъде контролирана от 200-те най-големи компании.⁴

Това предвиждане е показателно с две неща. Първо, то показва желанието на обществото предварително да дискутира възможните отрицателни тенденции в развитието на акционерната собственост и да бъде подготвено за тях. Второ, това предвиждане не се сбъдна. През следващите десетилетия равнището на концентрация като цяло се запази стабилно. Една от важните причини е съзнанието за необходимостта от ограничаване на отрицателните тенденции в развитието на акционерните компании и осъществяването и чрез антитръстовото законодателство.

През разглеждания период се установява все по-голямо единство между общественото мнение и законодателството в разглежданата област, което най-точно се отразява е термина обществена политика (public policy) по отношение на корпорациите. Определена роля в интегрирането на тези два, разделени преди, елемента на условията за развитието на акционерните компании играе и икономическата наука. Изследвания, които са повлияни- в края на XIX в. от Закона на Шермън, а през 30-те години на XX в. от икономическата криза, довеждат

до възникване на нова икономическа дисциплина – „индустриална организация“, която за първи път започва да се преподава от Чембърлейн и Мейсън през 1936 г. в Харвард.⁵ Нейни основни проблеми са тези на монополизма, концентрацията, големите предприятия, обществената политика и др. От тази гледна точка икономическата наука и преди всичко „индустриалната организация“ може да се разглежда като новообособено условие за развитието на акционерната собственост, което помага не само за интеграцията на общественото мнение и законодателството в обществената политика, но и за обосноваването и развиването на балансирано отношение на обществото и държавата към корпорациите.

Друг пример за промяна на акцентите, който се наблюдава при отчитане на влиянието на условията върху развитието на акционерната собственост, е излизането на преден план на пазарната среда като основен фактор за това развитие, измествайки от това място общественото мнение и законите. Разбира се, общественото мнение и законодателството потенциално запазват важността си, но поради стабилността на посочената тенденция на умереност, промените в корпорациите през този период се свързват преди всичко с промените в пазарната среда. Едни от основните промени в пазарната среда през този период се отнасят до намаляване на ролята на конкуренцията чрез цените като основен регулатор на икономиката. В условията на относително наситен пазар все по-голямо значение придобиват видът на продукта, запазената марка, стилът и модата, сервизното обслужване и др. Като цяло промените се изразяват в по-голямата стабилност на пазара.

Едновременно е това се осъществяват коренни промени в корпорацията – отначало управлението се обособява като отделна функция, а по-късно започва процес на намаляване на ролята на акционерите, които в много случаи са пренебрегвани от мениджърите при управлението на големите корпорации. Промените в пазарната среда и в корпорациите са тясно свързани и взаимно се обуславят. Големите размери на корпорациите и преходът към мениджърски тип управление на свой ред също увеличават стабилността на икономиката. Агресивните, ориентирани към печалбата индивидуалисти от миналия век се заменят с професионалисти, чиито цели са свързани в по-малка степен с увеличаването на печалбата, отколкото със стабилното и дългосрочното развитие на корпорацията.

През разглеждания период подобно на предишния се наблюдава една повтаряща се схема на взаимоотношение между развитието на корпорацията и условията и предпоставките за това. Акционерните компании се развиват при благоприятно обществено мнение и в рамките на определени закони, развитието им отразява потребностите на икономиката, на определен етап възникват или се възобновяват страховете в обществото, които водят до промяна на законите и обществената политика, чрез което се цели да се променят вредните според обществената оценка насоки в развитието и характерните черти на корпорацията. И през двата периода съществува особен проблем, около който се концентрират противоречията. Докато в началото основният въпрос е дали корпорациите ще останат да съществуват като една от формите за организация на бизнеса, от края на XIX в. проблемът вече е в това, дали големите акционерни компании ще придобият монополна власт в отделните отрасли, а оттук в икономиката и обществото като цяло.

Резултатът, както е известно, е двойствен – потребностите на технологическото и икономическото развитие се отразяват в увеличаването на размерите и обхвата на корпорациите, но благодарение на антитръстовото законодателство и обществената политика като цяло моделът, до който се достига, е по-скоро олигополен вместо монополен. Проблемът за разделянето на собствеността и контрола се появява и започва да се обсъжда през този период, но все пак има второстепенно значение.

1.2. Съвременни тенденции в развитието на акционерната собственост

Изследването на връзките между развитието на акционерната собственост и условията и предпоставките за това през последните десетилетия се характеризира с две особености в сравнение с това от предишните периоди.

Първо, процесите са в развитие и затова е необходимо да се разглеждат страни – представителки на различните тенденции, а не само на тези, които са се наложили, и, второ, промените се отнасят преди всичко до вътрешното развитие на акционерната собственост, а не до разпространението и тежестта ѝ в икономиката.

Изследването е съсредоточено основно върху промяната в субектите на акционерната собственост, появата на нови и измененото съо-

тношение между съществуващите, както и върху новите форми, в които се проявява връзката между собствеността и контрола, разделянето на които започва на предишния етап на развитие на корпорациите.

Като най-значими и интересни форми, в които се проявяват съвременните тенденции в развитието на акционерната собственост, са т.нар. „планове за акционерна собственост на заетите“ (ЕБОР) и развитието на акционерната собственост на институциите в нейните две основни проявления – като собственост на финансови, застрахователни и социални институции и като собственост на производствените корпорации като юридически лица. Заедно с това ще бъдат засегнати и промените в дивидентите, курса на акциите и техните цени, доколкото те отразяват промените в субектите на собствеността.

1.2.1. Планове за акционерна собственост на заетите

Инициатор за създаването на ЕБОР е адвокатът от Калифорния Луис Келсо, който в книгата си „Капиталистически манифест“ не само обосновава необходимостта от участие на заетите в собствеността и разпределението на доходите на компанията, но и предлага схема за това участие, която да заинтересува не само тях, а и собствениците, мениджърите и правителството. Според тази схема част или всички заети в едно предприятие постепенно стават собственици на част или всички негови акции.

Собствеността се осъществява опосредствано, чрез доверителен фонд за акционерна собственост на заетите (ЕБОТ), сумите в него се натрупват чрез отчисления от печалбата, които в други случаи биха могли да се разпределят пряко между заетите, те могат да използват акциите или равностойността им след определен период от време, обикновено собствеността на акции не дава право на представителство в управленските органи на компанията.

По такъв начин служителите получават известна сигурност за гарантиран доход при напускане на компанията или при пенсиониране, а в някои случаи тази схема е използвана за гарантиране на заетостта срещу нежелани сливания или поглъщания на фирмите, в които те работят.

Собствениците и мениджърите получават възможност да разширят източниците за мобилизиране на допълнителен капитал, да об-

вържат по-тясно интересите на работниците с интересите на компанията и да повишат ефективността и производителността на техния труд, при това, без да се налага да правят отстъпки за работническо участие в управлението.

Въпреки тези предимства и съвпадането на интересите, плановете за акционерна собственост на заетите започват да се разпространяват бързо едва след 1974 г., когато конгресът на САЩ прие първото от серия данъчни улеснения за формирането и функционирането на доверителния фонд (ESOP). Заинтересуваността на централната законодателна и изпълнителна власт се определя от възможността за подобряване на общото състояние на икономиката чрез увеличаване на капитала, подобряване на ефективността и на взаимоотношенията между заети и работодатели. През 1974 г. в ESOP са обхванати 1600 компании с 250 хил. заети, през 1986 г. съответно – 8100 и 8 млн., и през 1990 г. съответно – 10 хил. и над 11,5 млн.⁶

Изследванията показват, че преобладаващата част от предприятията, които прилагат ESOP, подобряват резултатите си след образуването му. В сравнение с традиционния модел, при който собствениците са външни инвеститори, ESOP са по-производителни, имат по-голям растеж и по-голяма печалба, създава се по-голяма заинтересуваност и по-добра мотивираност в работата на служителите.⁷

Слабостите на плановете за акционерна собственост на заетите обикновено се свеждат до сравнително високите разходи за изменения в счетоводството, за създаването на резерви за обратно изкупуване на акции при напускане на работници, до необходимостта от определен срок за получаване на доходите и др.⁸

Поради преобладаващите положителни качества ESOP са разпространени в десетки страни по света, както развити, така и развиващи се – в Европа, Латинска Америка, Северна Африка и Източна Азия. Във всяка от тях се проявяват по специфичен начин, в зависимост от конкретните условия на страната. Основните различия се определят от това, дали съществува специално законодателство за попечителните фондове и от спецификата на законите за промишлените и търговските корпорации.

В страните със сходно на американското законодателство – Великобритания, Ирландия и др., различията са главно в структурата, данъчното облагане, сроковете, след които служителите могат да получат дяловете си, и др. Във Великобритания схемите за разширяване на собствеността на заетите са много разнообразни.

Съществуват отделни схеми за изкупуване на акции: а) чрез доверителен фонд; б) чрез отстъпка от цената на акциите; в) по пазарни цени, но със субсидия; г) за общо, не само на заетите, инвестиране в акции и др.⁹

Друг интересен момент е политическата подкрепа на програмите. Като цяло съществуват общи идеи между различните партии в подкрепа на участието на работниците в собствеността. Прилагането на схемите започва през 1978 г. от лейбъристкото правителство, но продължава и през цялото време на управление на Консервативната партия. Освен това при провеждането на приватизацията, правителството поема задължение да се грижи за осигуряване на възможности за удовлетворяване на желанието на заетите да участват в бизнеса.

Заедно с това ясно могат да се разграничат особености, акценти в политиката на различните правителства. Консервативната партия създава условия за разширяване на схемите към всички, не само към заетите, фондът да се образува и от други доходи, не само от печалбата, за по-тясно обвързване на заплащането с резултатите (печалбата) и др. Тези идеи са прокарани обикновено с правителствени актове, с което се променя или се поставят нови акценти в съществуващото законодателство на страната.

В другата група страни, които нямат законово регламентиране на попечителните фондове, също се разпространяват планове за акционерна собственост на заетите. Но при тях е необходимо предварително да се разреши това противоречие в законовата уредба на прилагането на ЕЗОР. Като успешен пример в това отношение може да се посочи Египет, чийто опит е препоръчителен за тази група страни.¹⁰

Вижда се, че тази нова форма на акционерно участие възниква по инициатива отдолу, разпространява се, защото отговаря на интересите на различните групи участници в бизнеса и може да се впише в икономическите системи на съответните страни. Тя получава идеологическа подкрепа от различни партии и обществени групи. Но значението и обхватът ѝ бързо нарастват, едва след като законодателните и изпълнителните органи променят законовата система и приемат данъчни и кредитни улеснения за формирането на доверителния фонд и за функционирането на схемите.

В страните от Централна и Източна Европа още от началото на реформения период беше проявен много силен интерес към ESOP. В края на 1989 г. в Унгария е създадена фондация за подкрепа на плано-

вете за акционерната собственост на заетите. По това време фондацията има подкрепата на Министерството на труда и на част от правителството и развива активна дейност за популяризацията на ЕБОР като една от формите на предстоящата приватизация в Унгария. В Полша през 1989-1990 г. съществува голям интерес към плановете за акционерна собственост на заетите. Сред управляващите политически сили по това време привърженици на тази форма са част от активистите на профсъюз „Солидарност“ и особено онези, които през предишния период са се борили активно срещу правителството в защита на самоуправлението на предприятията. Може да се каже, че по това време има интерес към ESOP и в Чехословакия – популяризира се самата форма, обсъждат се нейните предимства и недостатъци и т. н.

Независимо от първоначално проявения интерес, плановете за акционерна собственост на заетите не намериха място в приватизационните програми и на трите страни. Затова съществуват няколко причини.

Първо, има редица несъответствия между целите на ESOP и целите на приватизацията в Източна Европа. Тези страни се нуждаят от освобождаване на работна сила от предприятията, териториално и производствено реструктуриране, докато чрез ESOP се постига известно консервиране на заетостта, прикрепване към предприятието и региона, затруднява се мобилността на работната сила. Освен това ESOP не са подходящи за онези модели на приватизация, които предвиждат безплатно придобиване на акции. Във вида, в който Плановете за акционерна собственост на заетите са познати, акциите се придобиват чрез отказ от сегашен доход в името на бъдещето и това е най-важният фактор, който определя обвързаността на заетите с доброто представяне на фирмата. Безплатното получаване на дялове би намалило силата на тази обвързаност.

Второ, плановете за акционерна собственост на заетите се прилагат в добре развита пазарна среда с изградени институции. Чрез тези плановете съществуващата пазарна система се променя отчасти или се поставят определени акценти върху нейното функциониране. Използването им в една възникваща пазарна система би създавало големи трудности и пречки пред изявата на положителните черти на ESOP.

Трето, съществуват определени идеологически съмнения, че ЕБОР може да се използва за създаването на икономика, основана на някакъв тип работническо самоуправление. Основанията за това не са

в практиката на ESOP, защото, както видяхме, предприятията, използващи тази програма, се вписват в пазарната система на съответните страни. По-скоро те се дължат на възгледите и очакванията на някои нейни привърженици, вкл. западни икономисти,¹¹ и на съществуващото крайно противопоставяне и подозрителност през първите години на прехода.

Посочените причини обясняват до голяма степен намаляването на интереса към плановете за акционерна собственост на заетите в източноевропейските страни през първите години на прехода към пазарна икономика, но все повече се осъзнава, че това не би трябвало да води до отказ от използването им в процеса на приватизация. Чрез тях се създава една съвременна форма на организация на акционерната собственост, която наред с другите би могла да има място в новосъздаваните се пазарни системи на страните от Източна Европа.

Използването на ESOP се нуждае от създаването на известни условия и предпоставки. Необходимо е да се осигури широка идеологическа и политическа поддръжка, за да не съществува опасност от прекратяване на програмата при смяна на правителството. Както се вижда от примера на Великобритания – правителства с различна идеологическа и политическа насоченост не отхвърлят постигнатото от предишното, а разширяват програмата или акцентират върху отделни нейни моменти съобразно своите ценности. Необходимо е също да се осигури законовата рамка, в която биха функционирали предприятията, включени в ESOP. Тук се включват най-вече законите, регулиращи създаването и използването на доверителния фонд, известни промени в данъчната и кредитната система и др.

От друга страна, самите програми би трябвало да отразяват спецификата на преходните в сравнение с вече установените пазарни икономики. За да се избегне противопоставянето между ESOP и една от основните цели на прехода – реструктурирането, би могло да се предвидят специфични форми, в които да се осъществяват самите програми, например това да бъдат програми за управление и разширяване на създаден по друг начин доверителен фонд, възможно е да се установят принципите, според които да се определят случаите, в които е желателно запазването на заетостта в отделни региони или на отделни предприятия и др.

На тази основа и в тези рамки инициативата от отделните предприятия ще бъде този фактор, който ще определи колко широко може

да бъде разпространена тази форма на организации на акционерната собственост и колко успешна би могла да бъде тях.

1.2.2. Развитие на институционалната собственост

Една от основните тенденции, която се налага през последните десетилетия във всички развити страни, е превръщането на институциите, вместо физическите лица в основни субекти, които са собственици и владеят или осъществяват движението на по-голямата част от акциите. Това е съществена и значима промяна, защото успоредно с нея се променя не само системата на акционерната собственост, но и икономическата система като цяло.

Институциите, които са собственици на акции, обхващат както финансовата, така и производствената сфера. Основните от тях са банките, инвестиционните компании, застрахователните компании, взаимните фондове, пенсионните фондове и самите производствени корпорации.

Институциите имат различно отношение към акционерния капитал. От гледна точка на източника на капитала едни от тях (инвестиционните компании) са само посредници в емисията, разпространението и препродажбата на акции и други ценни книжа, за което събират комисионни. Те не ангажират собствен капитал в оборота и поради тази причина не създават резервен фонд за покритие, те също и не носят отговорност за евентуалната неплатежоспособност на длъжниците. Друга група институции акумулират капитал или от вноски на своите клиенти (банки, застрахователни компании, пенсионни фондове), или от продажбата на акции (взаимни фондове). С така набраните средства те изкупуват акции на корпорациите. Третата група са корпорациите, които като юридически лица със собствени средства закупуват акции на други корпорации.

Както се вижда, посочените различия отразяват различна степен на обвързаност на акционерния капитал, с който институциите разполагат, с акционерите – физически лица. В първата група тази обвързаност е много силна, докато в последната тя изобщо не съществува.

Системата на акционерната собственост е един от основните елементи, по които съществуват твърде големи различия между икономическите системи на развитите страни. Различията могат да бъдат обобщени в два модела, представени съответно от САЩ и Япония. В

САЩ институционалните собственици са преди всичко пенсионни и взаимни фондове, застрахователни компании, инвестиционни банки и други финансови институции, т. е. по-важни са онези институции, които в по-голяма степен са посредници на акционерите – физически лица. В Япония освен посочените институции силно развита е акционерната собственост на корпорациите и особено на производствените корпорации като юридически лица, т. е. онази собственост, която е изцяло обособена от физическите лица – акционери. Въпросът даже не е толкова в количественото съотношение, а в това, че финансовата система в двете страни е ориентирана към посочените групи собственици. Системата на акционерна собственост в Западна Европа като цяло е по-близка до тази на САЩ, въпреки че съществуват различия между отделните страни, например в Германия и Франция съществуват елементи, които са по-близки до японския модел.

Причина за формирането на тези различия са условията, в които са се развивали отделните страни. Едно от тях е характерът на развитието. Например в Япония след Втората световна война е прекъснато еволюционното развитие на съществуващата дотогава система на акционерна собственост. Разпуснати са фамилните корпорации (дзайбацу), които чрез разгърнатата холдингова система са владеели огромен брой компании, а след 1947 г. съществуването на компании – холдинги, изобщо е забранено. Акциите на разпуснатите корпорации са пуснати в свободна продажба, но поради големия им брой физическите лица не са имали възможност да ги купят. При условия, че държавата е незначителен собственик (2-3 % от акциите) чуждестранните инвеститори по това време отсъстват от пазара, през 1949 г. около 30 % от акциите са институционална собственост – 9,9 % на финансови институции, 12,6 % на посреднически компании, 5,6 % на корпорации.¹²

През следващите десетилетия се наблюдават различни тенденции на промяна на относителния дял на различните групи акционерни собственици. Държавната собственост намалява още повече и след 1955 г. се задържа стабилно в рамките на 0,2-0,3 %. Чуждестранните акционери увеличават дела си, но от 70-те години също се стабилизират в рамките на 3-4 % от акционерната собственост. Най-големи са промените при собствениците – физически лица – техният дял непрекъснато намалява и достига до 22 % през 1988 г.¹³ Обратна е тенденцията при институционалните собственици – техният дял като цяло непрекъснато нараства. Вътре в тази група съществуват разнопосочни тенденции.

През първите десетилетия делът на инвестиционните компании и на компаниите за операции с ценни книжа се колебае между 5-10 %, а след това спада и се задържа на равнището под 2 %. Това е естествено, при положение, че намалява делът на акционерите – физически лица, липсват пенсионни и други социални фондове, а останалите собственици (банки, производствени корпорации) осъществяват операциите си пряко и не се нуждаят от посреднически звена.

Интересно е да се проследи тенденцията в развитието на акционерната собственост на производствените корпорации. В рамките на общото нарастване могат да се обособяват два периода, през които това се осъществява по-бързо в резултат от възникналите благоприятни условия. Първият период е в началото на 50-те години, когато се смекчават ограниченията на антимонополистичното законодателство и заедно с това се формират новите вертикални и хоризонтални обединения от предприятия около наследниците на старите дзайбацу. Вторият период обхваща края на 60-те и началото на 70-те години, когато се възприема стратегията за осигуряване на постоянни акционери и когато се формират новите големи бизнес-групи в японската икономика.

Обединяването се осъществява върху основата на няколко ключови идеи. Необходимо е да се установи стабилност на развитието на корпорациите, като дългосрочните им цели преобладават над краткосрочните, да не се допусне завладяването им от чуждестранни акционери, производствените и финансовите връзки между тях да се основават на взаимната акционерна собственост. Собствеността на юридически лица се оказва най-подходяща за осъществяването на тези идеи. По такъв начин, чрез съчетаването на посочените три групи фактори – съществуването на подходящи идеи, потребностите на икономиката от обединяване на предприятията и промяната в законодателството се създават благоприятни условия и предпоставки за развитието на собствеността на юридически лица в Япония.

Финансовите институции (банки, застрахователни и осигурителни дружества) също увеличават дела си в акционерната собственост. Въпреки че при тях това става по-плавно, може да се установи, че нарастването е сравнително по-бавно през периодите на по-бърз растеж на дела на производствените корпорации и, обратно.

В САЩ проблемите на организацията на връзките между предприятията се пренебрегват от икономическата теория в много по-голяма степен, отколкото в Япония. Едва през последните 1-2 години

започнаха интензивно да се осъществяват проучвания в областта на бизнес-организацията, и то главно под влияние на успехите на японските корпорации на световните пазари. Идеите на Р. Коуз за фирмената организация като алтернатива на пазара, изложени за първи път преди повече от 50 години, получиха широка популярност, а той стана Нобелов лауреат. Създадена бе теорията за транзакциите. Проблемите на хоризонталната и вертикалната интеграция са сред най-интензивно разработваните през последните години в САЩ и Западна Европа. Въпреки това не може да се говори за промяна на ценностите в икономическата теория. Сред по-голямата част от икономистите продължава да господства класическият възглед, според който фирмите се третират по аналогия с индивидите, взаимодействащи си на пазара, и като следствие се игнорира специфичната природа и форми на вътрешнофирмените и междуфирмените отношения. Това не означава, че в Япония съществува завършена теория на фирмата. Но може би точно липсата на теория позволява осъществяването на прагматичните идеи, докато съществуването на теория, с която тези идеи са в противоречие, пречи на осъществяването им.

Не е без значение фактът, че икономическата система в САЩ се е развила еволюционно и затова е естествено физическите лица, които в продължение на десетилетия са били единствените акционери, да продължават да бъдат смятани за единствено важни, а общата тенденция за развитие и разширяване на институционалната собственост да се проявява чрез онези институции, които са по-тясно обвързани с акционерите – физически лица. Освен това еволюционното развитие не поставя проблема за несъответствието между финансовите възможности на индивидите и броя на акциите, което би могло да провокира търсенето на нетрадиционно решение.

Тези два момента – идеите и характерът на развитието, заедно със законовата система, която ги отразява, са част от условията, съществуването на които може да обясни спецификата на двата модела на институционалната собственост. Но в същото време е необходимо да се отбележи, че общите тенденции, които отразяват потребностите на развитието на модерните икономики, си пробиват път. Основните от тях са три: а) намаляване на дела на акционерите – физически лица, за сметка на институционалните собственици, б) отделянето на собствеността от контрола в големите корпорации и в) организациите Ни връзките върху основата на акционерната собственост. Това са тенденции, които отразяват съвременното състояние на концентрацията

на производството. Те взаимно се обуславят и в крайна сметка водят до признаването на предприятието и групата от взаимно обвързани предприятия като самостоятелен обект, самостоятелна категория на икономическата наука, със свои потребности и свой жизнен цикъл, а не просто като средство за максимизация на печалбата, за разпределение на ресурсите и т. н.

Намаляването на дела на акциите, собственост на физически лица, е обща тенденция за всички развити страни. Едно допълнително доказателство за нейния обективен характер е неуспехът на опитите за разширяване на тази собственост. В тази област никога не е имало липса на идеи на учени, намерения и обещания на политици. Те са били обосновавани както идеологически, така и прагматично като създаване на „народен капитализъм“, на средна класа, на условия за работническо участие в собствеността и т. н. Общественото мнение в много случаи е било благосклонно към тези идеи и в някои страни под неговия натиск дори са били приемани специални програми или закони, например в Япония през 1976 г. – „подобрен закон за насърчаване формирането на собственост на работещите“.

Въпреки това не са постигнати успехи, които да доведат до промяна на тенденцията на увеличаване на институционалната собственост. Успехите на ESOP в САЩ и неговите разновидности в другите страни също потвърждават направения извод, защото чрез доверителния фонд собствеността на служителите се институционира. Ако трябва да класифицираме собствеността чрез ESOP, това е по-скоро институционална собственост, отколкото пряка собственост на физически лица.

Неуспешните опити за разширяването на акционерната собственост на физическите лица показва, че за успеха на дадена форма не е достатъчно наличието само на част от условията и предпоставките за нейното развитие – идеи, благоприятно обществено мнение и подпомагащи закони. Ако тази форма не е в съответствие с потребностите на икономиката в случая с организацията на големите корпорации, поради свързаното с нея разпиляване на собствеността и т. н., то тя няма да получи достатъчно широко разпространение. Този пример е важен също и за оценките на идеите и практиката на масова приватизация в Източна Европа чрез предоставяне на държавната собственост на цялото население под формата на акции. Неизбежно би трябвало да се очаква процес на концентрация и/или институционализация на така предоставената собственост.

За успешното функциониране на корпорациите е необходимо съществуването на един или няколко основни собственика (физически лица или институции) и в този смисъл широкият слой от акционери могат да бъдат допълнителни, а не основни собственици. В такъв случай възниква въпросът, колко от собствениците ще имат достатъчно силен интерес да задържат акциите, които са им били предоставяни и възможно ли е да бъде създадена средна класа от акционери.

Налице са и обратните примери, когато необходимостта от осъществяването на определени процеси е много силна, а те се ограничават от съществуващите идеи, обществено мнение и закони, тогава те се налагат чрез заобикалянето им. Например осъществяването на трайните взаимни връзки и сделки между корпорациите в падна Европа върху основата на взаимната (кръгова) собственост се разглежда като нарушение на антимонополното законодателство – всяка компания във всеки момент трябва да купува и продава на пазар, в който всички нейни потенциални контрагенти да бъдат равнопоставени. От друга страна, интересите на компанията диктуват част от нейните връзки, които имат дълготраен характер и са съществени за функционирането ѝ, да бъдат осъществявани при по-голяма сигурност и с постоянни партньори. За да разрешат това противоречие американските и европейските компании често използват размяна на директори и общи съвещания, но върху основата на личните връзки вместо на взаимната собственост. Ограниченията се преодоляват също и чрез създаването на съвместни предприятия (частично сливане). Забраната на търговските банки в САЩ да владяат акции на корпорациите в своята страна се заобикалят, като тези акции се купуват от чуждестранни клонове на същите банки и т. н.

Освен случаите, когато развитието на дадена форма на акционерната собственост влиза в противоречие с част от условията и предпоставките за това, съществуват и „нормални“ случаи. При тях по-бързото или по-бавното им развитие и разширяване зависят преди всичко от допълнителните улеснения, които са създадени за това. Подходящ пример за илюстрация е развитието на пенсионните фондове във Великобритания. Както се вижда от табл. 1, това са най-бързо развиващите се собственици на акции на компаниите, които се котират на борсата, а през последните години са станали и най-големият собственик, като надхвърлят с почти 50 % собствеността на физическите лица.

Таблица 1***Динамика на относителния дял (%) на акциите
на различни собственици във Великобритания***

Видове Собственици	1963 г.	1969 г.	1975 г.	1981 г.	1989 г.
Физически лица	54,0	47,4	37,5	28,2	21,3
Пенсионни фондове	6,4	9,0	16,8	26,7	30,4
Застрахователни компани	10,0	12,2	15,9	20,5	28,4
Инвестиционни компани	12,6	13,0	14,6	10,4	9,1
Други	17,0	18,4	15,2	14,2	10,8

Източник: Introduction to British Economic Policy (edited by Hare P. and L. Simpson. Edinburgh, 1992, p. 88.

Причините за това са няколко: Първо, държавата предлага малка базова пенсия, а добавката се формира чрез пенсионни схеми, които са институционализирани и се осъществяват от пенсионни фондове, повечето от които са частни. Второ, вноските на заетите и на работодателите се приспадат от облагаемата сума, а полученият доход не се облага с данъци. Поради това расте броят на хората, които предпочитат да си направят и допълнителни вноски към общата схема, вместо да вложат парите си в преки спестявания.

Развитието на акционерната собственост е свързано и зависи от другите елементи на икономическата и най-вече на финансовата система на дадена страна. Голяма част от тези елементи се регулират от държавата чрез законите или по друг начин осъществявана политика. Освен данъчната политика и контролът върху монопола и конкуренцията тук се включват влиянието върху финансовото и инвестиционното поведение на корпорацията, дивидентската политика, работната сила и заетостта и т. н.

Освен тях съществуват и такива характерни елементи на системата, които се появяват като резултат от нейното функциониране. Те се влияят от структурата и характерните черти на акционерната собственост и на корпорацията, но в същото време са и част от условията, в които се развива акционирането. Като примери могат да бъдат посочени равнището на дивидентите, първичната продажба на акции по пазарни цени и др.

Ниското равнище на дивидентите например в Япония е обусловено от високия относителен дял на собствеността на юридически лица,

от системата на взаимна собственост и осигуряването на постоянни акционери. Но от своя страна ниският процент на дивидента спрямо лихвения процент на влоговете за спестяванията, действа възпиращо на желанието на физическите лица да закупуват акции и подсилват тенденцията за намаляване на техния дял. По-малката част от печалбата, изплащана за дивиденди от японските корпорации – 25-30 % срещу 50-70 % в Западна Европа и САЩ, им позволява да отделят повече средства за инвестиции, да се представят по-добре от своите конкуренти и също се превръща в условие за укрепването на този модел на акционерна собственост.

През последните години се наблюдават много важни промени в развитието на акционерната собственост в Съединените американски щати, които могат да доведат до промяна на модела. На първо място, осъществява се много бърз процес на замяна на публичните корпорации с частни.¹⁴ Публичните корпорации с основни собственици физическите лица получиха най-голямо разпространение в САЩ, бяха основата на американската икономическа система и в продължение на един век са били локомотивът на икономическия прогрес в тази страна. Само за пет години обаче, акционерите – физически лица, са били нето продавачи на акции на стойност 500 млрд. дол., което е довело до загуба на 38 % от притежаваните от тях акции. Интензивността на процеса се доказва от факта, че ако се запази сегашната тенденция, последната акция, притежавана от индивиди, ще бъде продадена през 2003 г.¹⁵ Особеното в случая е, че намаляването на дела на индивидуалните акционери, което е обща тенденция за всички страни, а и през предишните години е съществувала в САЩ, се осъществява за сметка на увеличаване на дела на частно разпределените акции. Едно от основните средства е т. нар. „изкупуване чрез дълг“ (Leveraged buyout – LBO). Група инвеститори изкупуват достатъчно голяма част от акциите на една компания със средства, малка част от които са собствени, а останалите са заем от банки или застрахователни дружества. Изкупуването, а след това и управлението на компаниите се осъществява в тясна връзка с част от мениджърите, които също увеличават дела си в акциите на компанията – средно от 0,25 % в публичните компании до 6,4 % след изкупуването.¹⁶

Резултатите от тези процеси са промяна в структурата на собствеността, в характера на корпорацията, в организацията и начина на управлението и в нейната ефективност. Увеличава се делът на институционалната собственост, новите корпорации се трансформират от

публични в частни, вместо конгломерати се създават асоциации от корпорации, които са с по-голяма независимост и се управляват с по-малко хора, нараства заинтересуваността на мениджърите и като цяло първите резултати показват рационализиране и повишаване на ефективността на компаниите. Предпоставките и условията, които са предизвикали посочените процеси, се характеризират нерядко като упадък, изоставане на американските корпорации в конкуренцията с тези на други страни. Изкупуването чрез дълг и последващото реструктуриране води до създаването на система на акционерна собственост, доминирана от „частни позиции“, която е подобна на системата на собственост в Германия и Япония.¹⁷

Предпоставката, за да могат институционалните инвеститори да изпълняват новата си роля, е нарасналото им значение в американската икономика през последните десетилетия. Благодарение на това те могат да си позволят да се превърнат от обикновени продавачи и купувачи на акции в управляващи собственици съвместно с мениджърите на изкупените компании.

Необходимо е да се има предвид, че разглежданото явление е ново и затова е трудно да се даде цялостна оценка на резултатите и въздействието му върху икономическата система. Наред с положителните оценки срещу него съществува и обществена критика от гледна точка на подценяване на интересите на заетите, на региона, а също и поради някои злоупотреби, които го съпътстват. От друга страна, не е ясно дали положителните страни, породени от съчетанието на натиска на високата задлъжнялост с повишената чувствителност на мениджърите, ще се запазят след изплащането на дълга. Възможно е изкупуването чрез дълг да запази важността си за американската икономика само за определен период от време, през който да се осъществи реструктуриране на корпорациите. Не е известно също доколко силен ще бъде общественият натиск и дали няма да бъдат предприети законови мерки за ограничаването на изкупуването чрез дълг. Въпреки вариантноста на бъдещото развитие, породена от различните възможни начини на решаване на посочените проблеми, това няма да се отрази върху факта, че системата на акционерна собственост се променя и през 90-те години тя няма да бъде същата, каквато е била през 80-те години.

Историческото и сравнително изследване на възникването и развитието на акционерната собственост показва, че ясно може да бъде разграничена системата от условия и предпоставки, които е необхо-

димо да съществуват за това развитие. Тази система включва общественото мнение е господстващите идеи и ценности, а в по-тесен смисъл, отношението към конкретните форми на акционерната собственост и поведението на корпорациите, законовата система и политиката на правителството, както и икономическите потребности на страната, на нейните водещи отрасли и на самите корпорации. Между отделните условия съществуват динамични връзки на взаимодействие и те непрекъснато си влияят взаимно, което се отразява върху въздействието им поотделно и като цяло върху корпорациите и системата на акционерната собственост. Между това въздействие е необходимо да съществува еднопосочност. Ако тя не съществува, е възможно заобикалянето на законите (в определени рамки) или пренебрегване на потребностите на развитието (за определен период), но при всички случаи това се отразява върху ефикасността на икономическата система като цяло.

Наблюдава се ясна тенденция на усложняване и обогатяване на условията, в които акционерната собственост се развива – икономическата теория се обособява като самостоятелен елемент, диференцират се различни направления на осъществяването на обществената политика спрямо корпорациите, както и потребностите и аспектите, от които може да се оценява развитието на обществото и самите корпорации. Вътре в икономическата система другите нейни елементи освен корпорацията се обособяват като специфично условие. Същото се отнася и за елементите на акционерната собственост – дивиденди, курс на акциите и др., които си взаимодействат например със структурите и формите на акционерна собственост.

Съвременната акционерна собственост се характеризира с доста големи различия и специфични форми на проявление в отделните страни. В същото време се разкриват редица общи черти и тенденции между показаните два основни модела на акциониране. Най-ясно изразено сред тях е намаляването на дела на акционерите – физически лица, за сметка на институционалните инвеститори. Другите тенденции са свързани с нарастващото значение на институциите като постоянни акционери, изпълняващи ролята на управляващи собственици в партньорство с мениджърите и по-доброто съчетание между обвързаност и автономност на отделните компании. Разнообразието във формите на акционерна собственост освен това дава достатъчно на брой различни модели на обвързване чрез собствеността на интересите на различните групи и преди всичко на работниците и мениджърите

те. Тези модели се пренасят от една страна в друга и по такъв начин също се съдейства за намаляване на различията между тях.

БЕЛЕЖКИ

¹ *Votaw, D.* Modern corporation. Prentice-hall, New Jersey, 1964, p. 14.

² *King, M.* Public policy and the corporation. L., Chapman and Hall, 1977, p. 13.

³ *Votaw, D.* Цит. съч., с. 25.

⁴ *Berle, A. and C. Means,* The Modern Corporation and Private Property, N. Y., Macmilan, 1932, 40-41, NY.

⁵ *Grether, E.* „Industrial Organization: Past History and Future Problems“ American Economic Review, May, 1970, p. 83.

⁴ *Alkhafaji, A.* Restructuring American Corporation, p. 110.

⁷ *Rosen, C. and M. Qurry* „How well Is Employee Ownership working ?“ Harvard Business Review“ Sept–Oct., 1987, p. 126.

⁸ *Maskova, E.* Participace aefektivnost, PolitickaEkonomie, 1990, No 12, p. 1520.

⁹ *Fogarty, M. White.* Share scheme. As workers see them. L; Policy studies inst.; 1988, 60-82.

¹⁰ *Maskova, E.* Цит. съч., с. 521.

¹¹ *Vanek, J.* Crisis and Reform, Ithaca, NY, 1989.

¹² *Окумура, Х.* Корпоративный капитализм в Японии. М., Мысль, 1986, 78-80.

¹³ Производителността, ключов фактор в развитието на Японската икономика. Информационни материали на ЦКП. С., 1990, № 8, с. 38.

¹⁴ Тези термини имат различен смисъл в американската икономическа литература в сравнение със съдържанието, което се влага в България и други европейски страни. Обществена (публична) компания е тази, чиито акции се продават свободно на пазара, докато при частните компании определен кръг от лица, например директорите, контролират трансфера на акции и специално на техния контролен пакет.

¹⁵ *Light, J.* The Privatization of Equity. The Best of the Harvard Business Review, 1990, p. 22.

¹⁶ *Jensen, M.* Eclipse of the Public Corporation. The Best of the Harvard Review, 1990, p. 28.

¹⁷ *Light, J.* Цит. съч., с. 23.