

СЛЕДВОЕННАТА СИСТЕМА ЗА КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ В ЯПОНИЯ И ИЗМЕНЕНИЯТА В НЕЯ ПРЕЗ 90- ТЕ ГОДИНИ НА ХХ ВЕК

Разглеждани са особеностите на японското корпоративно управление, които могат да се сведат до: 1) система на контрол от инсайдери с "вътрешни дисциплиниращи механизми", основани на "доживотната заетост" и стремежът на заетите към служебно израстване, и 2) "интернализирани надзор" от външните заинтересувани страни чрез установяване на дългосрочни междуфирмени отношения в рамките на съвместна групировка върху основата на кръстосана акционерна собственост и корпоративна обвързаност.

Анализирано е проявлението на традиционните механизми за контрол в японските фирми до 90-те години на ХХ век – вътрешни и външни, както и целите на фирмените ръководители в Япония.

Измененията в системата на корпоративно управление са проследени както в нормативната база, така и в икономическата реалност. Разглеждани са и измененията в трудово-наемните отношения като основа на вътрешните дисциплиниращи механизми.

В заключение е анализирана ограничеността на измененията в системата на корпоративно управление и възможните насоки за нейното развитие.

JEL: G30, P12, P14

В края на ХХ век в Япония се наблюдават бавни, но стабилни изменения в корпоративната собственост. Отрицателните темпове на икономически растеж през 1997 и 1998 г. стават причина максимизирането стойността на акциите да се издигне като основен принцип на корпоративното управление² и да се премине от системата на задържане и реинвестиране на печалбата, характеризираща се с институциите на „доживотната заетост“ и кръстосаната акционерна собственост, към режим на рационализиране на производствената дейност и разпределяне на печалбата сред инвеститорите.

Целта на изследването е да проследи измененията в японската система на корпоративно управление от последното десетилетие на миналия век като част от тенденцията към промяна на модела на пазарна икономика в страната. Следвоенната стопанска система до 90-те години на ХХ век може

¹ Николай Найденов е н. с. I ст. д-р в Икономически институт на БАН, сл. тел. (02) 810 4042, тел. 088 651 1029, e-mail: niknayd@iki.bas.bg

² Под „корпоративно управление“ тук разбираме системата от структури, чрез които компаниите се управляват и контролират, и които са свързани със собствеността и контрола, системата от взаимоотношения между ръководителите на компаниите и техните собственици (акционери/инвеститори), а също и другите заинтересувани страни, по въпросите, свързани с постигане на ефективност в дейността на компанията и гарантиране интересите на собствениците и другите заинтересовани лица.

да се характеризира като корпоратизъм³, докато измененията от края на миналия век засилват нейния капиталистически характер.

Следвоенното корпоративно управление в Япония

Широко прието е, че дългосрочното притежание на акции от индустриални компании и големи банки в рамките на корпоративни групи е характерно за японския механизъм на корпоративно управление⁴, който функционира ефективно за насърчаване растежа на корпоративния сектор чрез стабилен поток от външни финансови средства. Според този общоприет възглед, обикновените акционери и финансовите институции (с изключение на големите банки) избягват разходите за надзор в качеството си на акционери и/или заемодатели. Относителната независимост на фирмите, участващи в корпоративни групировки от капиталовите пазари им позволява да оценяват дейността си в дългосрочен план и да поставят работещите в предприятието на челно място сред групите заинтересувани лица.

Системата на корпоративно управление в Япония най-общо се характеризира като ориентирана към трайни взаимоотношения ("relationship-oriented"), за разлика от англо-саксонската система, която се смята за основана на чисто пазарни взаимодействия ("market-based").⁵ В системите, базирани на отношения собствеността на компаниите е доста концентрирана и капиталовият пазар е сравнително ограничен както по отношение на ликвидността, така и по отношение набирането на външни финансови средства. Свързаните с компаниите страни си сътрудничат за дисциплиниране на корпоративното ръководство с цел постигане на дългосрочна печалба. Но външните пазари за корпоративен контрол или не действат ефективно, или изобщо не съществуват. Обикновено важна роля при надзора над ръководствата на получаващите заеми компании изпълняват банките в качеството си на дългосрочни кредитори, заинтересувани от възвращаемостта в дългосрочен план. При необходимост те изпращат свои представители в съветите на директорите.⁶

³ Опит за най-обща характеристика на корпоратизма като алтернативна стопанска система е направен в: Найденов, Н. Корпоратизъм – нов тип социално-икономическа система. – *Икономическа мисъл*, 2002, N 5.

⁴ Вж. Найденов, Н. Нови механизми за контрол над фирмените ръководства в многоотраслови групировки на акционерни дружества. – *Икономическа мисъл*, 1996, N 1.

⁵ Kaplan, Steven N. Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan, and the U.S. – *Journal of Applied Economics*, Vol. 9, No. 4, winter 1997, 86-93.

⁶ Освен цитираната статия на автора, за важната роля на банките в японската система на корпоративно управление вж. още: Kaplan, S. N. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. – *Journal of Political Economy*, Vol.102, No.3, 1994, 510-546; Kaplan, S. N. and B. A. Minton. Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, 1994, 225-258; Kang, J.-K. and A. Shivdasani. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 1995, 29-58; Prowse, S. D. The Structure of Corporate Ownership in Japan. – *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, 1121-1140.

Според определението на Frank и Mayer⁷ японската система е типичен пример за “инсайдери” (вътрешни лица). В общоприетите схващания особеностите на корпоративно управление могат да се сведат до системата на контрол от инсайдери с “вътрешни дисциплиниращи механизми”, крепящи се върху сътрудничеството между ръководителите и работниците, и “интернализиран надзор” от страна на външни заинтересувани страни като финансови институции и търговски партньори.

Вътрешните дисциплиниращи механизми са основани на “доживотната заетост” и стремежът на заетите към служебно израстване в рамките на „системата на старшинството”, които са насочени към хармонизиране интересите на ръководителите и работниците. Съчетанието между важността на междуличностните отношения, липсата на външен трудов пазар за лица в средата на кариерата си, вътрешнофирмения подбор на висшите фирмени ръководители и директори, както и факта, че заетите във фирмата са основни носители на рисковете от нейната дейност дават основание трудово-наемните отношения в Япония да бъдат включени в обхвата на системата за корпоративно управление.

Що се отнася до *интернализирания надзор от външни за корпорацията страни*, обикновено японските компании установяват дългосрочни междуфирмени отношения в рамките на съвместна групировка върху основата на кръстосана акционерна собственост и корпоративна обвързаност – т. нар. “кейрецу”. Това означава, че външните заинтересувани страни са интернализирани посредством дългосрочни неяви договори чрез обмяна на информация, печалби и рискове с корпоративните ръководства.

Японска специфика в корпоративното управление

Структура на акционерната собственост

Значителна част от акциите на най-големите корпорации в Япония е под контрола на делови съдружници и партньори, които заемат средно положение между полюсите на дихотомията ръководство – акционери, въведена от A. Berle и G. Means.⁸

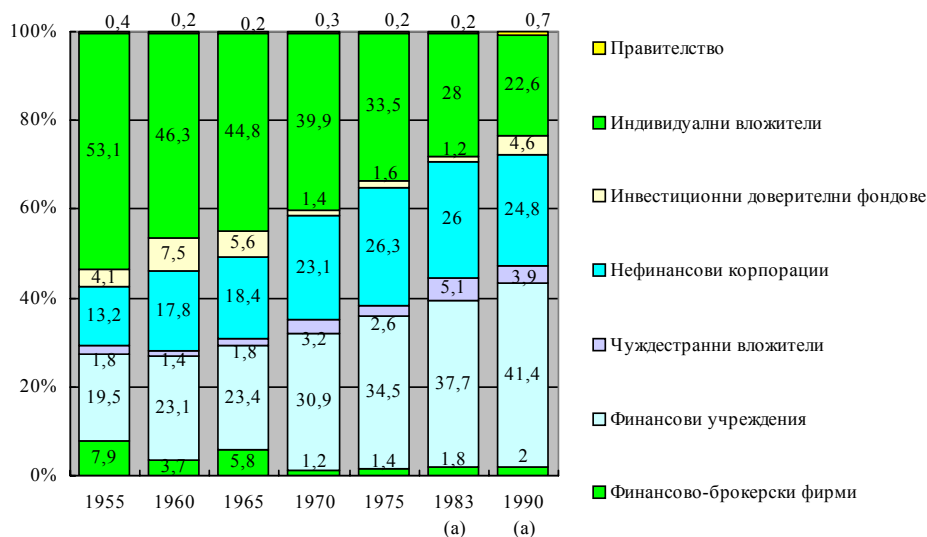
Както става ясно от фиг. 1, индивидуалните капиталовложители са изместени в значителна степен от предприятия. Финансовите учреждения (банки и застрахователни компании) и нефинансовите предприятия (промишлените и търговски фирми) владеят преобладаващата част от акционерния капитал в Япония. През 1990 г. финансовите фирми контролират над 2/5 от общото количество акции, а нефинансовите предприятия – 1/4. Доверителните инвестиционни фондове владеят едва под 5%.

⁷ Franks, J. and C. Mayer. Corporate Ownership and Control. In: Horst Siebert (ed.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Corporation Increase Competitiveness?*, Institut für Weltwirtschaft, Kiel, 1995, pp.171-195; Franks, J. and C. Mayer. Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France. – *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 4, winter 1997, pp. 30-45.

⁸ Вж. Berle, A. and G. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. NY: The Macmillan Company, 1932.

Фигура 1

Структура на акционерната собственост в Япония



(а) Данните са от *Tokyo Stock Exchange Factbook*, 1984 и 1991.
 Източник: Дзенкоку шьоокен торихикиджьо кьоогикай (Национален съвет на фондовите борси).
 Кабушики бунпу джьоокьоо чьооса (Изследване състоянието на разпределение на акциите).

Институционализирането на собствеността е явление, характерно за всички развити пазарни икономики. Особено за японските фирмени инвеститори е, че те използват акционерната собственост предимно за консолидиране на деловите си отношения със стратегически цели, като преките (от капиталовия пазар) приходи, които са от съществено значение за инвестиционните фондове например, остават на заден план.

Въпреки малкия си брой индивидуалните инвеститори са важни за японските фондови пазари. Те изпълняват ролята на играчите, които "въртят" пазара при отсъствието на големи количества циркулиращи акции, за да се формират цените на акциите.

Разменена роля на акции и заеми

Символичната роля на междуфирмената акционерна собственост в Япония е отбелязана от Родни Кларк: "За разлика от институционалните акционери на Запад, които инвестират основно заради получаването на дивиденди или за печалба от нарастването на цената на акциите, японските институционални акционери обикновено са делови партньори и свързани с компанията предприятия. Акционерната собственост е просто един израз на отношението, а не самото отношение."⁹

Това изпъква особено ярко във връзките между фирмите и техните обслужващи банки, при които преплитането на заемните и акционерните

⁹ Clark, R. *The Japanese Company*. Yale University Press, 1979, p. 8.

отношения води до преобразуване на техните функции. *Кредитът* под формата на банкови заеми наподобява акциите като позволява на заемателите гъвкавост при изплащането чрез отсрочване на плащанията по лихвите и главницата и чрез съкращаване на компенсиращите баланси в периоди на финансови неблагоприятия. Разсрочването (roll over) на заемите е нормална практика, а банките активно участват в ръководството на своите клиенти, особено когато някоя компания изпитва затруднения. *Обикновените акции* пък придобиват много от характеристиките, които на Запад се свързват с дълга. Акционерите очакват почти фиксирани доходи от вложенията си (под формата на постоянни дивиденди) и не се стремят да оказват активно влияние над ръководството.

Интернализиран външен надзор

Повечето изследвания на японската система разглеждат установяването на дългосрочни отношения като ефективно средство за намаляване на разходите за представителство, възникващи в резултат от конфликта на интереси между основните заинтересувани страни, които включват ръководителите, заетите във корпорацията, клиентите, големите акционери и кредитори. Вследствие на това, ръководителите могат да се съсредоточат върху дългосрочните цели на управленската си дейност без краткосрочни смущения, пораждани от външни претенции.

Изолиране от фондовия пазар

За финансиране растежа на своите компании, ръководителите на предприятия се нуждаят от колкото се може по-голям контрол върху остатъчните приходи, които служат и като вътрешен източник на финансови средства и като финансова база за получаване на банкови заеми. Ръководителския контрол върху остатъчните приходи е постигнат в САЩ през първата половина на XX век чрез широкото разпространение на акциите на големите предприятия сред разполагащите с парични средства членове на обществото.¹⁰ Но непосредствено след Втората световна война в Япония, вследствие разформироването на предвоенните групировки дзайбацу и като се има предвид недоразвитото състояние на компаниите и фондовите пазари, предприятията са уязвими, ако не спрямо опити за поглъщане, то спрямо претенции, отразяващи външни интереси и накърняващи дългосрочните им перспективи за растеж.¹¹

Кръстосана акционерна собственост

За да защитят компаниите от претенциите за "акционерни доходи", предявявани от тези външни групи, общността на корпоративните ръководители прибегва към размяна на акции между своите предприятия. Чрез такова взаимно владение на акциите си банките и индустриалните компании оттеглят ценни книжа от пазара. Във все по-голяма степен,

¹⁰ O'Sullivan, M. *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford University Press, 2001, ch. 3.

¹¹ Japan Securities Research Institute. *Securities Market in Japan*, 1986, p. 51.

деловите отношения между компаниите се укрепяват чрез споразумения за кръстосано притежание на акции, като колкото по-близки са отношенията на една компания с друга, толкова по-вероятно е тя да притежава по-голямо количество от нейните акции в рамките на законовия максимум от 5% (10% за застрахователните компании). С промяната на деловите отношения между финансовите и индустриалните предприятия с течение на времето, мрежите на кръстосана акционерна собственост (КАС) стават все по-заплетени.

Към 1955 г. КАС – според най-широкото ѝ определение като акциите, притежавани дългосрочно от определени акционери – представлява 25% от акциите на регистрираните на Токийската фондова борса компании, а към 1960 г. – около 40%. Тя намалява слабо в началото на 60-те години, но след отварянето на японските капиталови пазари през 1964 г., когато Япония се присъединява към ОИСП, деловата общност, страхувайки се от чуждестранни поглъщания, предприема действия за увеличаване на КАС. Тя превишава 60% през 1975 г. и оттогава чрез КАС извън пазара се задържат между 60 и 70% от корпоративните акции.¹² В десетилетията след войната КАС е институцията, която осигурява управлението на японските компании предимно чрез организационен, а не – пазарен контрол.¹³ Тя е институция, предназначена да гарантира и продължаваща да гарантира, че фактори извън корпоративната организация, включващи преди всичко обикновените акционери, няма да са в състояние да предявяват претенции към корпоративните приходи. Именно тези приходи създават финансовата база, позволяваща на компаниите да задържат печалбите и да реинвестират в производствени ресурси.

Сдружения на акционерни дружества

До средата на 90-те години за гръбнак на японската икономика и важен фактор за нейния успех се приемат корпоративните групировки, често означавани в англоезичната литература с японския термин “кейрецу”. От гледна точка на други страни, особено на САЩ, те представляват една от главните причини за трудностите, изпитвани от чуждестранните компании при навлизане на японския пазар. Но натискът за реформи, породен както от продължителната криза в японската икономика, така и от глобализацията се отразява и на тази форма на организация. Терминът “кейрецу” (буквално – “система”, “редица”) обозначава не само деловите групи, типични за японската икономика, но и широк кръг от привилегировани отношения между компаниите. Съществуват два основни типа “кейрецу”, както и два подтипа, въпреки че ясни разграничения са практически невъзможни:

- 1) хоризонтално “кейрецу” – финансова групировка;
- 2) вертикално “кейрецу” – отраслова групировка;
 - а) производствено “кейрецу”;
 - б) пластментно “кейрецу”.

¹² Hodder, J., and A. Tschoegl. Corporate Finance in Japan. In: S. Takagi, ed., *Japanese Capital Markets: New Developments in Regulations and Institutions*. Blackwell, 1993, p. 50.

¹³ Lazonick, W. and M. O'Sullivan. Finance and Industrial Development: Japan and Germany. – *Financial History Review* 4, N 2, 1997, pp. 113-34.

Хоризонталните кейрецу са по същество многоотраслови сдружения на акционерни дружества (МОСАД)¹⁴, т.е. те представляват междуфирмени мрежи. Терминът финансово „кейрецу“ се употребява за да отрази централната роля на финансовите институции (предимно на т. нар. „основна банка“).

Вертикално структурираните или отраслови „кейрецу“ са със силно изразена йерархия и са нагодени към дейността на водещата компания в групировката. Световно известни имена като Тойота, Мацушита, Хитачи, Ниссан и други принадлежат към този тип групировки, в които обикновено:

1) водещата компания държи акции (понякога мажоритарно) в участващите компании или съществува кръстосано владение между водещата компания и най-големите участници;

2) водещата компания има представители в съветите на директорите на другите членове;

В тези вертикално структурирани групи може да се различат производствени и пласментни кейрецу. *Производствените* представляват група от доставчици (с подизпълнители), които обслужват нуждите на един голям производител. *Пласментните* групировки се наблюдават предимно в отрасъла за битова електроника, където даден голям производител е в тесни връзки с хиляди търговци на едро и дребно. Тези компании обикновено продават продукти на компании извън групировката само ако не се предлага аналогичен продукт от водещата компания.

Вътрешнофирмени дисциплиниращи механизми

Една от главните характеристики на японския тип корпорация е интернализацията на трудовия пазар. Превръщането му във вътрешен за корпорацията чрез неявни и дългосрочни договорености води до системата на *дългосрочно (за продължителността на кариерата) наемане*¹⁵, което привързва съдбата на индивида (що се отнася до трудовата му дейност) към успехите и неуспехите на неговата компания.

Позицията и заплащането на корпоративните работници се определят в значителна степен според „*системата на старшинство*“ (продължителността на стажа във корпорацията), която освен че намалява индивидуалните рискове като гарантира определена равнопоставеност в отношенията и обвързва бъдещето на индивида с това на компанията, същевременно поставя конкуренцията между индивидите върху основата на постиганите от тях резултати в течение на продължителен период.

Висшите ръководители обикновено започват кариерата си подобно на обикновените работници и се издигат до своите позиции само чрез успеха си в продължителния процес на подбор чрез вътрешнофирмена конкурентна борба за професионален напредък. Отговорността на фирменото ръководство към другите заинтересувани лица освен работниците – акционери, делови партньори, потребители, се опосредства от пазарни

¹⁴ Тази организационна форма е характеризирана в няколко предишни публикации на автора. Вж. Найденов, Н. Многоотраслови сдружения на акционерни дружества – междуорганизационен модел на акционерна собственост. – *Икономическа мисъл*, N 1, 1997.

¹⁵ Наричано понякога „доживотно наемане“ или с русизма „пожизнен наем“.

взаимодействия (независимо дали са вътрешнофирмени или не). Отговорността към заетите корпорацията пък се определя предимно чрез структурите на организацията, като в следвоенната японска практика тя изпреварва стремежа към получаване на печалба и повишаване стойността на акциите.

Потенциалното благосъстояние на квази-постоянния зает в японската фирма е обвързано с производствените резултати на наелата го фирма, като ликвидността на този актив е значително ограничена. При „системата на старшинството“ квази-постоянният работник поема част от разходите за инвестиции в специфичен за фирмата човешки капитал когато е в началото на кариерата си, а постига възвращаемост от тези инвестиции едва когато е натрупал стаж във фирмата. Освен това му се начисляват суми (полици), които може да получи едва в края на кариерата си под формата на еднократно пенсионно плащане. Важно е не само, че потенциалните активи на квази-постоянния работник под формата на добавка за стаж и пенсионно плащане са непрехвърляеми, а също и че рискът, свързан с тяхното придобиване, е специфичен за фирмата и недиверсифицируем.

И така, значителна част от активите, притежавани от квази-постоянния работник в японската фирма са заложили в нея. С други думи поемането на риска е споделено между инвеститорите и работниците, като при това рискът на последните не може да бъде прехвърлян чрез финансовите пазари като този на първите. В подобна ситуация кръстосаното владение на акции в рамките на корпоративни групи може да намали несигурността по отношение на доходите както на участващите фирми, така и на квази-постоянните работници в тях.

Вътрешнофирменият контрол се изразява в подбора на най-подходящите и мотивирани кадри за висшите управленски позиции, който е гарантиран чрез максималната обективност на критериите за служебни повишения и ротация на персонала. Оценката на даден служител се осъществява от множество ръководители чрез ротацията на персонала (както редовия, така и ръководния) между различните подразделения на фирмата, което прави тази оценка максимално близка до „общественото мнение“ във фирмата.

При условие, че фирмата функционира ефективно, висшето ръководство се избира от уволняващия се президент (или председател на Съвета на директорите) измежду собствения ръководен екип на фирмата. По този начин висшето ръководство е достъпен ранг в процеса на напредък в кариерата на даден служител. От това наблюдение, някои автори¹⁶ заключават, че на практика японските фирми се управляват в интерес на заетите в тях (в условията на определени финансови ограничения).

Аоки пише: „Ако възнаграждението на заетите не може да бъде определено изцяло от външна пазарна конкуренция, а се договаря в рамките на фирмата, работниците също ще са заинтересувани как се вземат корпоративните решения. Корпоративните решения ще оказват въздействие върху краткосрочните и дългосрочните позиции на работниците в

¹⁶ Вж. Abegglen, J. C. and Stalk, G. Jr. *Kaisha, the Japanese Corporation*. NY: Basic Books, 1985; Komiya, R. *The Japanese Economy: Trade, Industry, and Government*. University of Tokyo Press, 1990.

корпоративната йерархия, които определят приходите им в течение на работния им живот. Заетите са не само заинтересувани, но също са и способни да оказват влияние върху корпоративните решения. Когато заетите получават повишение до позиция в изпълнителното ръководство, тяхната мотивация е твърде вероятно да остане смесена и да съдържа остатъци от предишната им кариера на по-ниските служебни равнища. ... те могат да продължат в определена степен да се отъждествяват с интересите на работниците и да имат определена свобода да ги подкрепят. ... Заетите като група могат да прекратят сътрудничеството си в хоризонталната координация, ако усещат, че ръководството не се отнася „справедливо“ към тях що се отнася до паричното възнаграждение и участието в процеса на вземане на решения в корпорацията.”¹⁷

Проявление на традиционните механизми за контрол в японските корпорации до 90-те години на XX век

Вътрешни механизми

Общото събрание на акционерите в японските фирми

Въпреки че през периода след Втората световна война законовите разпоредби, засягащи акционерното дружество в Япония са аналогични на регламентацията в другите развити страни, до 90-те години органите и механизмите за контрол са преобразувани във формални ритуали, целящи да удовлетворят изискванията за процедурна законност, но в значителна степен лишени от действително съдържание. Това ясно се разкрива при функционирането на два от традиционните органи за акционерен контрол – Общото събрание на акционерите (ОСА) и Съветът на директорите (СД).

Японският търговски кодекс предвижда значителни правомощия за събранието. В действителност обаче ОСА е само една юридическа формалност – една церемония, чието значение се заключава не в обмяната на информация между акционерите и ръководството, а в посланието, което съдържа относно контрола върху корпорацията и в начините за утвърждаване на положението на компанията в по-широката делова общност. Едрите, “стабилни” акционери обикновено не се явяват на събранието. В почти 80% от компаниите участниците в събранието представят по-малко от 20% от акциите на корпорацията.¹⁸ Едно изследване установява, че в над 2/3 от корпорациите ОСА е приключвало за по-малко от 20 минути, а в над 95% – в рамките на половин час.¹⁹ Тази продължителност не позволява ОСА да се превърне във форум за изслушване мненията на акционерите или за откровеното им запознаване с политиката на фирменото ръководство.

Съвет на директорите и негови подструктури

В рамките на законодателството за акционерното дружество и в Япония, както беше отбелязано, ОСА е упълномощено да избере Съвет на

¹⁷ Aoki, M. Toward an Economic Model of the Japanese Firm. – *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVIII, March 1990, 19-20.

¹⁸ Hefftel, Christopher Lee. Corporate Governance in Japan: The position of shareholders in publicly held corporations, *University of Hawaii Law Review* 5, 1983, 169-170.

¹⁹ Ibid, 135-206.

директорите, който осъществява фирменото управление и взема необходимите управленски решения, освен в случаите, които са изключително в компетенцията на *ОСА*. *СД* на свой ред има правомощие да избере един или повече директори-представители. Последните представят корпорацията пред трети лица и са отговорни за изпълнението на фирмените решения. Според вътрешните правила на компанията на един от тях обикновено се дава титлата “ръководител на дружеството”. Освен това Търговският кодекс не забранява на корпорациите да създават с вътрешнофирмени разпореждания подструктури на *СД*, на които могат да се делегират функции на Съвета с изключение на тези, които според закона са изключително в компетенцията на пълния му състав (например изборът на директори-представители и решенията за нови емисии на акции в рамките на уставния капитал). Подобна подструктура, наричана обикновено Съвет на щатните директори се състои от директори-представители и някои от другите старши директори.

На практика повечето “редови” директори в Съвета, като се изключат няколкото представители на основната банка и на деловите партньори, са отговорни за главните производствени подразделения на корпорацията, отдел кадри, финансовия отдел, централната изследователска лаборатория. В този състав влизат и ръководителите на по-големите заводи. Така в определен смисъл *СД* представлява коалиция от групи, представящи различни вътрешни интереси. Освен това, при условие, че корпорацията не е разкъсвана от противоречия между вътрешни фракции и не изпитва делови затруднения, налагащи външна помощ от страна на основната банка и деловите партньори, “ръководителят на дружеството” обикновено се избира от уволняващия се негов предшественик и разполага със значително влияние върху предложенията при избора на постоянни (щатни) директори, издигайки кандидати измежду редовите директори. Така отношението между директорите-представители и Съвета на директорите, а също и между Съвета на щатните директори и Съвета на директорите, на практика е обратно на уставната уредба. При нормалното протичане на фирмената дейност *СД* функционира *фактически* като подструктура на ръководната система, подчинена на директорите-представители и на щатните директори.

Финансово-ревизорска служба

Тъй като *СД* не изпълнява функцията на източник на независим надзор и контрол, японските законодатели отговарят на нуждата от независим орган за наблюдение над изпълнителните директори като включват в преработения Търговски кодекс от 1982 г. службата на финансовия ревизор (*ФР*). Съгласно закона *ОСА* трябва да избере повече от един *ФР* с цел проверка дейността на ръководството. Финансовите ревизори имат широки пълномощия за контрол върху счетоводството, но не могат да се намесват в решенията на директорите, съдържащи елемент на преценка. Все пак за да се предпази *СД* от вземане на крещящо несправедливи решения, *ФР* имат право да участват със съвещателен глас в работата на *Съвета*. При установяване на сериозни нарушения *ФР* могат да възбудят вторично дело за запрещение без да залагат ценни книжа срещу разходите.

По този начин теоретично финансово-ревизорската служба може да бъде мощно дисциплиниращо средство спрямо директорите на японската корпорация. Ефектът от тяхната дейност обаче може да бъде зачеркнат, ако не са достатъчно компетентни и не разполагат с независимост от ръководството.

В първоначалния проект на действията до 90-те години Търговски кодекс, подготвен от Министерството на правосъдието, е била включена клауза, според която поне един *ФР* трябва да бъде "външно лице", което не е заемало директорска или друга длъжност в корпорацията през определен период преди да поеме службата на *Ревизор*. Обаче в резултат на силно противопоставяне от страна на деловите кръгове тази клауза е премахната от окончателния вариант. Но в такъв случай съществува опасност финансовите ревизори да срещнат изключителни трудности при упражняване на контрол над по-старшите си колеги.

Външен надзор и контрол над акционерното дружество

Особеностите на акционерната собственост се отразяват и на пазара за корпоративен контрол в Япония. Той се превръща до голяма степен в един администриран пазар, където сливания и поглъщания се осъществяват между добре познаващи се партньори, а враждебни превземания са практически изключени.

Една от особеностите на японския пазар за фирмени сливания и поглъщания е голямото значение, което се придава на спечелване одобрението на основните групи с интереси в корпорацията. Най-важната група са нейните работници и служители и особено фирменият профсъюз. Няколко значителни сливания са били отлагани или не са се състояли именно защото не са получили одобрението на работещите. Деловите партньори са външна група, чието мнение също има голяма тежест. Една последица от съобразяването с тях са изключително редките сливания на фирми, които не принадлежат към дадена групировка.

Значението на тези групи произтича от особеностите на японската система за управление. Както беше отбелязано, фирмите поемат неофициален ангажимент да осигурят работа на заетите в тях до пенсионирането им – т. нар. "доживотно наемане", а голяма част от деловата дейност се извършва върху основата на лични контакти, изградени в течение на дълги периоди на взаимодействие, а не посредством формално определяне на ролите и отговорностите. Квази-постоянните работници и служители в японските фирми се стараят да развият собствена междуличностна мрежа като ценен актив в организацията, където работят. При сливането на две корпорации обаче тези неформални мрежи не могат лесно да се разпрострат извън границите на предишните организации поради инерцията на вече създадените личностни връзки. Такава потенциална загуба на ефективност при вътрешнофирменото протичане на информация, която се появява в резултат на механичното съединяване на отделни организации, може да обясни редкостта на фирмени поглъщания в Япония.

"В Япония използването на финансова мощ за обсебване на това, което други фирми грижливо са създали, се приема за противоречащо на добрите делови нрави. Но вероятно по-прагматичната причина е практически

непреодолимата трудност две затворени в себе си общности да се слоят в една ефективна делова организация.”²⁰

Друго обяснение за рядкото използване на фирмени поглъщания в Япония може да се открие в явлението на взаимното владение на акции между корпорациите - кръстосаната акционерна собственост. Наличието на “стабилни” акционери практически изолира корпорациите от опитите за враждебно поглъщане.

*

Така на пръв поглед до 90-те години на XX век положението на едноличните акционери в Япония изглежда безнадеждно по отношение на способността им да държат отчетни ръководителите на корпорацията. Но всъщност нещата стоят така само от гледна точка на неокласическата парадигма, която разглежда корпорацията като собственост на акционерите, а ръководителите – като техни посредници. Естествено е от тази гледна точка акционерите да са поставени на първо място в йерархията на интересите.

Японската корпорация обаче е доста по-сложна организация от неокласическия си аналог. В нея се преплитат множество интереси, излизащи извън рамките на двуполусния модел акционери – ръководители, като ръководството ѝ е поставено в институционалната обвивка на други сложни механизми за надзор и контрол, различни от заплахата за поглъщане.

Моделът на многоотрасловите сдружения на акционерни дружества (*МОСАД*)²¹ позволява да се отрази в по-голяма степен сложността на взаимоотношенията в акционерното дружество в Япония. Необходимостта от заплахата за поглъщане на корпорацията като контролен механизъм произлиза от неспособността на акционерите да осъществяват надзор над дейността на ръководството. Ако отделните лица, които владеят акциите на корпорацията, имат условия да си сътрудничат, за да принудят ръководството да съблюдава интересите им, не би трябвало да се очаква честото използване на фирмено поглъщане, имайки предвид загубата, която трябва да се понесе в резултат от нарушаване на нормалното функциониране на корпорацията. Такива условия за сътрудничество съществуват в *МОСАД*. Те създават възможност да се извършва взаимен надзор между корпорациите, който спомага за ранното откриване на отклоненията на фирмените ръководства от курса, отговарящ на интересите на акционерите. Съществуването на групировки благоприятства формирането на коалиции между участващите компании за оказване на въздействие върху ръководството на отделна корпорация. Освен това и основните банки, заемащи централно място в многоотрасловите групировки изпълняват важни контролни функции.

Това предопределя и различието в нагласата и целите на фирмените ръководители в Япония.

²⁰ Hattori, Tamio. The relationship between zaibatsu and family structure: The Korean case. – In Akio Okochi and Shigeaki Yasuoka (eds.) *Family Business in the Era of Industrial Growth*. Tokyo: University of Tokyo Press, 1984.

²¹ Виж по-горе 3.

Цели на фирмените ръководители в Япония

Историкът William Tsutsui описва по следния начин възгледите на Японската асоциация на корпоративните служители (Кейдзай дооюкай) в ранния ѝ период.

“В анализът на Кейдзай дооюкай, опитът от войната и окупацията катализира фундаментални структурни промени в японския капитализъм. Най-важната от тях е т.нар. “разделяне на ръководството от капитала”, явление за което често се казва, че е произлязло от разпространението на съвременната корпоративна форма с характерната за нея разпръсната собственост и бюрократична надстройка от ръководители-специалисти. Резултатът от този процес, твърди Дооюкай, е преобразуване на властовите отношения в индустрията, тъй като собствеността престава да включва в себе си контрола, а разделението между капитала и труда е размито от появата на ръководители-експерти, като независима група на интереси. Неподвластни на капитала ... но също така обособени от работниците (чрез притежаването на способността да ръководят съвременната индустрия и да познават съвременната технология) ръководителите, представляващи този междинен слой биват изтъквани като фактори за едно ново политическо и икономическо равновесие.

През 1948 г. икономистът Ейичи Фуракава заявява, че “новите ръководители” от Дооюкай “придават особено значение на изгодите за държавата, обществото и нацията, а не на индивидуалните печалби. Те ценят работните места и труда повече от парите.”²²

През 80-те години на миналия век едно широкомащабно анкетно проучване прави сравнителен анализ на мотивацията на корпоративните ръководители в САЩ и Япония при вземане на стратегически решения и инвестиране.²³ При подреждането на девет предварително зададени корпоративни цели според относителната им важност между двете групи ръководители се установяват значителни различия. Далеч пред останалите корпоративни цели като най-важна американските висши ръководители поставят възвращаемостта на инвестициите, следвана от капиталовите приходи на акционерите. В Япония като водеща цел се отбелязва увеличаването на пазарния дял, следвана от възвращаемостта на инвестициите и делът на новите продукти на компанията (последната е на седмо място в предпочитанията на американските ръководители). Капиталовите приходи на акционерите са наредени в дъното на списъка и почти никой от японските ръководители не ги посочва като важна цел за своята компания.

Изменения в системата на корпоративно управление през 90-те години на XX век

Много от условията, които са препятствали прилагането на традиционните механизми на корпоративно управление в Япония се

²² Tsutsui, W. *Manufacturing Ideology: Scientific Management in Twentieth-Century Japan*, Princeton University Press, 1998, p. 125.

²³ Kagono, T., I. Nonaka, K. Sakakibara, and A. Okumura. *Strategic vs. Evolutionary Management: A U.S. – Japan Comparison*. Amsterdam: Elsevier North Holland, 1985.

променят. Компаниите продават акциите, които не носят достатъчно приходи, Съветите на директорите се „отварят“. Цените на недвижимата собственост (активите) падат в продължение на десетилетие, също и цените на акциите достигат по-достъпни равнища. Финансовите служби в корпорациите са принудени да обръщат по-голямо внимание на възвращаемостта от капитала. Така се създават възможности за по-силна конкуренция за контрол над недостатъчно производителните компании и за тяхното евентуално преустройство.

Поради продължителната стопанска стагнация след борсовия спад в началото на 90-те години отношенията между компаниите, характеризиращи се и с кръстосано притежание на акции и стабилни акционерни позиции на банките, започват да променят структурата си, да стават по-гъвкави и да функционират по-малко гладко. Същевременно в края на 90-те години се засилва активността на институционалните акционери. Водещи са корпоративните пенсионни фондове и техните учредители, които в течение на дълго време преди това са били „мълчаливи акционери“.

Големите доверителни банки и животозастрахователни компании, които са учредители на пенсионни фондове, заявяват, че те ще заемат активни позиции като акционери, вкл. упражнявайки правото си на глас. Увеличава се заинтересуваността им от повишаване пазарната стойност на държаните от тях активи. Забележителна е тази „историческа“ промяна, при която те избират опцията „глас“²⁴ за да оправдаят доверието на своите клиенти и крайните потребители на техните услуги.

Промяна в нормативната база на корпоративното управление в Япония

От началото на 90-те години на XX век формалноинституционалната среда за японското корпоративно управление е подложена на значителни реформи и при това с ускорени темпове. Този период може да се характеризира като период на фундаментални промени в японското корпоративно право, тъй като тогава се извършват най-широкообхватните и бързи изменения и поправки в Търговския кодекс от неговото приемане преди повече от век.

Най-общо измененията могат да се отнесат към две групи. В първата може да се включат измененията, *увеличаващи гъвкавостта*. Те разширяват възможностите за финансиране на корпорациите и увеличават организационната гъвкавост на японските корпорации в областта на сливанията и реорганизациите. Втората група обхваща изменения, *засилващи надзора и контрола*. Те включват промените в механизма на контрол от страна на акционерите, в системата на щатните финансови ревизори, както и реформите в структурата на корпоративните Съвети на директорите.

²⁴ Термините „глас“ и „изход“ са въведени от Albert Hirschmann. Виж: Hirschmann, A. O. *Exit, Voice and Loyalty*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970.

Изменения, увеличаващи гъвкавостта

Либерализация на режима на опциите за закупуване на акции. От 1997 г. Търговския кодекс регламентира официално издаването на опции на определени фирмени служители (въпреки че по-пълната либерализация налага допълнителни изменения през следващите години).²⁵

Либерализация на процедурите по сливанията. През 1997 г. са либерализирани също и процедурите по сливане на фирми.

Размяна на акции. Холдингови компании. Преработването на Търговския кодекс през 1999 г. въвежда замяната на акции срещу акции.²⁶ То се появява като допълнение към отмяната през 1997 г. на забраната на холдинговите компании в Антимонополния закон. Размяната на акции може да се използва за създаване на изцяло притежавани филиали в структурата на холдингова компания. Тя също позволява на компаниите да използват своите акции като средство за придобиване на частично притежаван филиал или на друга компания.

Премахването на забраната на холдинговите компании може да се отрази благоприятно на японските компании в няколко направления.²⁷ То несъмнено ще насърчи обособявания, сливания и фирмени преустройства. Освен това, ще позволи юридическо разграничаване (когато това е целесъобразно) между стратегическите и оперативните единици на корпорацията, както и диференциране на системите за управление на персонала. Фирмите могат да запазят традиционната японска система на наемане, където това е целесъобразно, като същевременно внедряват различна уредба в някои филиали. За финансовите учреждения, премахването на забраната на финансови холдингови компании улеснява преустройството на финансовия отрасъл чрез образуване на групи с разнообразни функции, предлагащи продукти и услуги в областта на банковото дело, застраховането и на ценните книжа.

Обособяване и разделяне на фирми. През 2000 г. нова нормативна схема създава гъвкава рамка за разделяне на стопански единици от компанията-майка.²⁸

Корпоративни финанси. Множество поправки и специални законодателни актове през последното десетилетие на практика премахват забраната за обратно изкупуване на фирмените акции и разширяват кръга на ценните книжа, които корпорацията може да емитира.²⁹

Фирмени преустройства. Граждански закон за преустройство (Civil Rehabilitation Act) в сила от 2000 г., който е създаден по подобие на режима на Глава (Chapter) 11 в САЩ, регламентира по-гъвкави и ефективни процедури за преустройство, отколкото в предшестващата го нормативна база.

²⁵ *Commercial Code*, Art. 280-19.

²⁶ *Commercial Code*, Art. 352 et seq.

²⁷ Виж: Aoki, M. *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies*. Oxford University Press, 2000, pp. 133-140.

²⁸ *Commercial Code*, Art. 373 et seq.

²⁹ *Commercial Code*, Art. 210 et seq.; Art. 222.

Изменения, засилващи надзора и контрола

Вторични искиове от акционерите. До 1993 г. повечето японски съдилища изискват ищците при вторичните дела за запрещение да заплащат такса за подаване на иск според плъзгаща се стълбица, основана на количеството на исканото обезщетение. Изменението от 1993 г. фиксира таксата за подаване на иск на номиналната сума от 8200 йени, като така отстранява една от основните пречки пред тази форма на акционерен надзор/контрол. Като част от този пакет изменения изискваното минимално количество от притежавани акции, даващо право за инспекция на корпоративните книги и записи, е намалено от 10 на 3 процента.

Промени в системата на щатните финансови ревизори. В японското корпоративно законодателство присъства заимстваната от немската система институция на щатния финансов ревизор, чиято основна функция е да контролира спазването от страна на *СД* на регламентациите на законите и корпоративния устав. От началото на 90-те години в този орган се извършват няколко промени. Поправки от 1993 г. задължават големите компании да назначат поне трима ревизори, които да функционират като Съвет за финансов контрол.³⁰ Поправки от 2001 г. са насочени към укрепване режима на финансов контрол чрез удължаване срока на служба (мандата) и разширяване отговорностите на ревизорите, като същевременно се увеличава броят и изискванията към квалификацията на външните ревизори.³¹ От 2005 г. външните ревизори трябва да съставляват поне половината от Съвета за финансов контрол.

Промени в *СД*. В резултат на основно преразглеждане на Търговския кодекс през 2002 г. на корпорациите е предоставена възможност да се откажат от системата на щатните финансови ревизори в полза на подобна на американската "система на специализирани комитети".³² Вместо щатни ревизори компаниите могат да създадат към *СД* комитети, отговарящи за финансовия контрол, назначенията и възнагражденията. Мнозинството от членовете на всеки комитет трябва да са независими.

Една поправка от 2001 г. въвежда нормативно разграничение между директори, осъществяващи надзор, но не и всекидневни ръководни функции, и изпълнителни служители, които на практика управляват корпорацията.³³

Тези реформи целят да засилят надзорните функции на *СД* и разделението между тези по контрола и по вземането на решения.

Реформи в системата на счетоводство. Японските счетоводни стандарти са значително преработени през последните години и по същество са приведени в съответствие с международните счетоводни стандарти.

³⁰ *Law for Special Exceptions to Commercial Code Concerning Audit, Etc.* (Special Exception Law), Arts. 18, 18-2.

³¹ Вж. *Special Exception Law*, Art. 18; *Commercial Code*, Art. 260-3 (1); Art. 273.

³² *Special Exception Law*, Arts. 21-5 et seq.

³³ *Special Exception Law*, Arts. 21-5, 21-15.

Изменящата се реалност на корпоративното управление в Япония

Промени в структурата на акционерната собственост

Въпреки че и в съвременната структура на собственост в японския корпоративен сектор основните дялове се падат на банките и нефинансовите компании, все пак през 90-те години на XX век се наблюдават забележими изменения.

Първо, проследява се слабо, но трайно намаляване дела на банките и нефинансовите компании в акционерната собственост. Както се вижда от таблица 1, делът на търговските и дългосрочните кредитни банки е 15,7% през 1990 г., но спада до 13,7% през 1998 г. Делът на нефинансовите компании през този период също намалява от 30,1% до 25,2%.

Таблица 1

Разпределение на акциите на регистрираните на Фондовата борса компании в Япония

Година	Индивиди ¹	Чуждестранни лица ²	Нефинансови компании	Банки ³	Доверителни банки ⁴	Институционални инвеститори ⁵	(A+B)	Други	Общо
					(A)	(B)	(A+B)		
1990	20,4	4,7	30,1	15,7	5,2	16,6	21,8	7,3	100,0
1991	20,3	6,0	29,0	15,6	5,3	16,6	21,9	7,2	100,0
1992	20,7	6,3	28,5	15,6	5,5	16,8	22,3	6,6	100,0
1993	20,0	7,7	28,3	15,4	5,7	16,4	22,1	6,5	100,0
1994	19,9	8,1	27,7	15,4	6,4	16,2	22,6	6,3	100,0
1995	19,5	10,5	27,2	15,1	6,3	15,1	21,4	6,3	100,0
1996	19,4	11,9	25,6	15,1	6,8	15,5	22,3	5,7	100,0
1997	19,0	13,4	24,6	14,8	8,0	16,0	24,0	4,2	100,0
1998	18,9	14,1	25,2	13,7	7,4	16,0	23,4	4,7	100,0

1 Включително неинкорпорирани.

2 Включително инкорпорирани асоциации.

3 Включително търговските банки и дългосрочните кредитни банки.

4 С изключение на инвестиционните и анюитетните доверителни фондове.

5 Включително животозастрахователните компании, пенсионните доверителни фондове и инвестиционните фондове.

Източник: Tokyo Stock Exchange, *Fact Book* 2000.

Второ, слабо се увеличават и институционалните инвестиции. През 1998 г. институционалните инвеститори, вкл. животозастрахователните компании, доверителните банки, пенсионните и инвестиционните фондове, владяят 23,4% от акциите на всички регистрирани на борсата компании. Освен това, повечето от чуждестранните инвестиции на борсата са осъществени също от финансови институции. Характерно за 90-те години е увеличаващото се присъствие на чуждестранни участници на Токийската фондова борса (ТФБ). През фискалната 1998 г. на чужденците се пада

рекордно високият дял от 40% от стойността на търговията на *ТФБ*.³⁴ Делът на притежаваните от тях акции се увеличава от 4,7% през 1990 г. до 14,1% през 1998 г.

Таблица 2

Стабилно владееие на акции от финансови институции и нефинансови компании (%)

Години	Стабилно владееие на акции			Общо
	Общо	Кръстосано владееие	Едностранно владееие	
1990	41.1	21.2	19.9	100.0
1991	41.1	21.2	19.9	100.0
1992	41.3	21.1	20.2	100.0
1993	40.6	20.8	19.8	100.0
1994	40.5	20.8	19.7	100.0
1995	39.0	20.6	18.4	100.0
1996	37.7	19.6	18.0	100.0
1997	35.7	18.2	17.5	100.0

Кръстосаното владееие е взаимно притежание на акции между дадена нефинансова компания и дадена финансова институция. Стабилното владееие е сумата от кръстосаното владееие и едностранното владееие между определена нефинансова компания и определена финансова институция.

Източник: NLI Research Institute, Nissei Kisoken Shoho, Vol.10 Summer 1999, p. 47, Table 4.

Трето, през 90-те години се наблюдава тенденция към отслабване на тесните и стабилните междуфирмени отношения на акционерна собственост. Както става ясно от таблица 2, *КАС* като процент от общото количество акции намалява от най-високата си стойност 21,2% през 1990 г. до 18,2% през 1997 г. Едностранното стабилно владееие на акции от големите компании или финансови институции също спада от 41,1% до 35,7% през този период.

Тези факти предполагат, че японската система на корпоративно управление е навлязла в нов етап. Финансовите институции и нефинансовите компании не могат да понесат увеличаващите се разходи за поддържане на традиционната структура на акционерна собственост при продължителната стагнация на фондовия пазар през 90-те години. Изглежда, че главната цел на притежанието на акции от финансовите институции постепенно се променя от търсене на стабилност на междуфирмените отношения към постигане на ефективност в управлението на активите.

Активизиране на акционерите

Привидно техническата промяна в процесуалното право през 1993 г., която намалява разходите за възбуждане на вторични дела за запрещение, довежда до значително разпространение на тази форма за акционерен контрол. Между 1950 г. и 1990 г. японските акционери са подали общо около 20 вторични искове. За сравнение, само между 1991 и 2000 г. са възбудени

³⁴ *Nihon Keizai Shimbun*. "Foreigners account for record 40% of FY98 trading value in Japan", April 2, 1999.

поне 494 вторични дела.³⁵ Освен това, през последните години за създаването на подходяща среда за активизиране на акционерите допринася и една нестопанска организация за корпоративни реформи, известна като "акционерен омбудсман".³⁶

Организационни промени, сливания и поглъщания в реалния сектор

Съвпадането по време на дерегулацията и глобализацията на финансовите пазари в съчетание с намаляващите банкови гаранции принуждава корпоративните кръгове в Япония да насочат отново вниманието си към рентабилността и възвращаемостта от инвестирания капитал. Като част от този процес през 1998 г. нови висоти достигат както фалитите, така и сливанията и поглъщанията.

Въпреки че правителството разширява програмата си за гарантиране на кредитите за малкия бизнес през 1999 г. в опит да обуздае банкрутите сред тези компании, задълженията на фалирала фирми продължават да се покачват, което отразява също така факта, че и по-големи стопански единици се изправят пред неплатежоспособност. Основна характеристика на новата ситуация при сливанията и поглъщанията е значителното увеличение през 1999 г. на чуждестранните поглъщания на японски компании. Въпреки това, независимо от безпрецедентния брой на поглъщания както от японски, така и от чужди фирми дейността в тази област е само една малка частица в сравнение със САЩ или Великобритания.

Нежелани (враждебни поглъщания)

Въпреки че още са крайно ограничени по брой, през последните години се наблюдават безпрецедентни (поне по японските стандарти) случаи на действия за враждебни поглъщания. Например, през 2000 г. японската корпорация за поглъщания M&A Consulting предприема действия за изкупуване акциите на Shoei Corporation, като това е първият следвоенен опит за нежелано поглъщане на една японска компания от друга японска компания. През 2002 г. M&A Consulting продължава тази линия на поведение, като повежда битка за получаване на пълномощия от акционерите по повод на политиката на дивидентите във корпорацията Tokyo Style. И двата опита пропадат. Когато те обаче се разглеждат във връзка с няколко успешни сделки, инициирани от чуждестранни компании и нежелани от японските фирми, като поглъщането на IDC от Cable & Wireless, или придобиването от Boehringer Ingelheim на блокиращ пакет (повече от 33.3% от акциите) в SS Pharmaceuticals, може да се твърди, че ръководителите на японските компании вече не са напълно застраховани срещу заплахата от враждебно поглъщане или други нежелани атаки от страна на акционерите.

³⁵ Milhaupt, C. J. "Nonprofit organizations as investor protection: economic theory and evidence from East Asia", *Yale International Law Journal* 29, 2004, pp. 169-207.

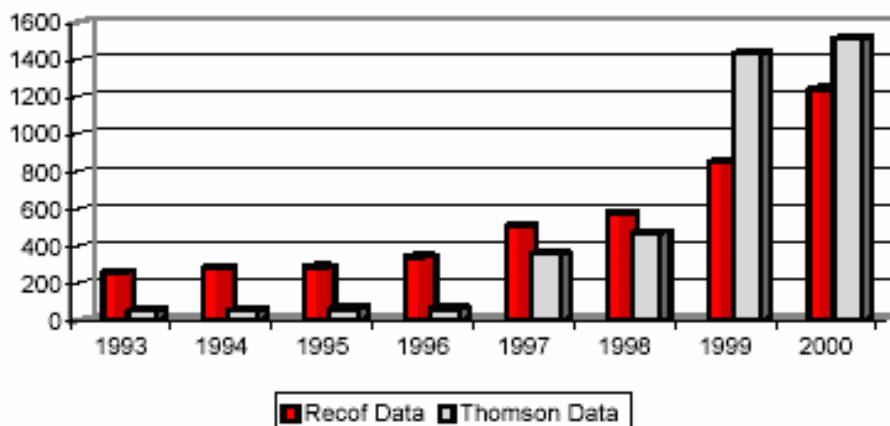
³⁶ Пак там.

Договорени (приятелски) сливания и поглъщания

През последните години значително се увеличава осъществяването на договорени (приятелски) сливания и поглъщания в Япония.³⁷ Въпреки че са все още малки в сравнение със САЩ, нарастването на броя и величината на сделките е поразяващо. Наличните данни показват забележимо увеличение през 90-те години, както е илюстрирано на фиг. 1.

Данните от Recof³⁸, според които през 1991 г. се осъществяват приблизително 300 сливания и поглъщания на японски фирми, отбелязват 847 сделки през 1999 г., 1241 през 2000 г. и 1348 през 2001 г.

Фигура 1
Брой на сделките (сливания и поглъщания), включващи японски обекти (1993 – 2000 г.)



Източници: Thomson Financial. *Merger Yearbook* (различни години); Recof. *Mergers and Acquisitions Report*, 2001, и Recof. 2002. http://www.recof.co.jp/01_market/index.htm

Данните на Thomson Financial показват значително нарастване на чисто вътрешнояпонските сливания и поглъщания (“in-in”). След като се движат средно около 100 сделки годишно през периода 1990-1994 г. със средна брутна стойност от около 800 млрд. йени, вътрешнояпонските сливания и поглъщания достигат до над 1300 сделки пред 1999 г. с брутна стойност от 13 000 милиарда йени. Броят на сливанията и поглъщанията на японски компании от чужди (“out-in” сделки), който е средно по около 50 годишно за периода 1990-1994 г. с обща средна стойност само 50 млрд. йени, се увеличава до 227 сделки на стойност 3000 млрд. йени през 1999 г. През първото тримесечие на 2003 г., след рязък спад на сливанията и поглъщанията в световен мащаб, Япония се нарежда на пето място по стойност на осъществените такива – 444 сделки за почти 20 млрд. долара, в

³⁷ За повече подробности виж: Milhaupt, C. and M. West. “Institutional Change and M&A in Japan: Diversity through Deals”. In C. J. Milhaupt ed. *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*. New York: Columbia University Press, 2003.

³⁸ Recof. 2001 и Recof. 2002, виж горе 37.

сравнение с 396 сделки на стойност 17,4 млрд. долара за първото тримесечие на 2002 г.³⁹

Тенденцията към разпадане на „кейрецу“ и слабостта на основните банки поставя чуждестранните компании в по-добро положение на японския пазар. Ярък пример за това е поглъщането на Ниссан от Рено. Основните банки на Ниссан са Фуджи и Индустриалната банка на Япония, които от средата на август 1999 г. също провеждат преговори за сливане с банка Дай-ичи Кангьо. Поради собствените им сериозни затруднения те не могат да предоставят средствата, необходими за предотвратяване на поглъщането. Всъщност това е първото поглъщане от чуждестранен конкурент на един от следвоенните символи на японската икономика. Под опеката на Рено, на 18 октомври 1999 г. Ниссан обявява комплект от мерки за преустройство, които трябва да завършат до 2002 г. Основните пунктове са: затваряне на 5 завода в Япония за да се намали капацитета от 2,4 до 1,65 млн. коли; съкращаване на 21 000 работници или 14% от заетите във корпорацията; продажба на акциите на Ниссан от всички (освен 4) 1 394 компании, с които досега е поддържал делови отношения; намаляване броя на доставчиците от 1 145 на 600 компании до 2002 г.

Такова драстично преустройство на голяма компания е нещо съвсем ново за Япония. Ниссан не само се оттегля от МОСАД Фуйо, но също се подготвя да разпусне собствената си производствена група. Френският председател на Ниссан Carlos Ghosn оправдава тази стъпка по следния начин: “На нашите доставчици се дължат 60% от разходите ни. Нужни са ни иновативни доставчици. Искаме доставчици, които продават на няколко производителя, така че да има по-добро протичане на информация за най-добрите налични стандарти. Това не може да се направи в рамките на кейрецу.”⁴⁰

При следването на тази стратегия Ниссан несъмнено няма да остане сам, тъй като и други (също известни) компании осъзнават, че радикалното реструктуриране няма алтернатива, ако искат да оцелеят в един свят със засилваща се конкуренция. Това отваря нови възможности за още чуждестранни компании. Като пример може да се посочи немската корпорация Даймлер Крайслър, която придобива контролен пакет в Mitsubishi Motor Corporation, друг средноголям производител на автомобили в тежко финансово състояние.

Не разполагаме с данни за юридическата форма на всяка от сделките. Но някои сливания, като например при образуването на финансовата група Мидзучо, включваща банките Дай-ичи Кангьо, Фуджи и Индустриалната банка на Япония е приложена нововъведената структура на холдингова компания. Широко се използва също новата за Япония система за размяна на акции. Един източник изброява 17 такива сделки през 1999 г. и още 25 през първото

³⁹ Mergers Snapshot. *Wall Street Journal*, April 2, 2003, C5.

⁴⁰ Цитирано в: Abrahams, P. and G. Tett “The circle is broken. Japan's keiretsu face collapse as traditional corporate relationships are undermined by bank mergers and a search for higher return on capital”, *Financial Times*, January 9, 1999, p. 26.

шестмесечие на 2000 г., в които участват такива фирми като Сони, Мацушита, Исудзу и Тойота.⁴¹

Промени във формата и състава на СД

В усилията си да повишат ефективността на СД в средата на 90-те години много компании започват да предприемат съкращаване броя на участниците в него, както и включване на външни директори. Данните от изследвания показват нарастване от 28,6% през 1998 г. до 46,2% през 2000 г. на дела на фирмите с изявен интерес към намаляване броя на директорите⁴² От фирмите, прибягващи до такива съкращения, 79,9% свеждат броя до по-малко от 10 директора. Към май 2001 г. 38,8% от корпорациите в Първа секция на Токийската фондова борса са включили външни директори в своите СД.⁴³ Освен това, като отличителна черта за японските корпорации се утвърждава стремежът отделните членове на СД да са от различни сфери на стопанската дейност.⁴⁴

Заедно с намаляване размера на СД, много компании прибавят и нов орган за корпоративно управление – изпълнителния служител (директор). Както отбелязва Milhaupt⁴⁵, изпълнителните служители се превръщат от нововъведение на Сони през 1997 г. до неотменна част за над 200 фирми през 1999 г. Данните от проучване също потвърждават, че 71,4% от отговорилите корпорации са възприели такъв механизъм.⁴⁶

Обратно изкупуване на акции

След поправките в Търговския кодекс през 1998 г. 1179 компании обявяват намерения за обратно изкупуване на акции, а 186 го осъществяват през същата година.⁴⁷ Количеството на обратно изкупените акции превишава 2 млрд. и е на стойност над 2300 млрд. йени, което е почти 100% увеличение спрямо финансовата 2000 г.⁴⁸

Промяна на социалните норми, свързани със системата на корпоративно управление в Япония

Основните характеристики на следвоенното корпоративно управление в Япония (системата на основната банка, съпътстващото я отсъствие на

⁴¹ Kikuchi, M. *TOB, Kaisha bunkatsu ni yoru M&A senryaku* [TOB, Стратегия за сливания и поглъщания чрез подразделяне на компаниите]. Tokyo: Toyo keizai shimbunsha, 2000, с. 118-119.

⁴² Tokyo shoken torihikijo. *Kooporeto gabanansu ni kansuru ankeeto no chosa kekka ni tsuite* [Резултати от анкетно проучване относно корпоративното управление], 30.11.2000 г.

⁴³ Shagai torishimariyaku 38% ga sennin [38% избират външни директори], *Nihon keizai shinbun*, June 16, 2001, p. 1.

⁴⁴ Diversity Distinguishes IY Bank. *Nikkei Weekly*, June 11, 2001, p. 13.

⁴⁵ Milhaupt, C. Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance *University of Pennsylvania Law Review* 149, 2001, pp. 2083-2129.

⁴⁶ Shoji homu kenkyukai. *Kabunushi sokai hakusho* [Бяла книга за общите събрания на акционерите]. Shoji homu 1234, 1999, с. 3-118.

⁴⁷ Yasui, T. *Corporate Governance in Japan*. OECD paper, March 1999; Zang, H. *Share Repurchases in Japan: Market Reaction and Actual Implementation*, 2000. Достъпен на: <http://www.efmaefm.org/hzang.pdf>.

⁴⁸ Jisha kabu kai baizo, 2 cho encho [Обратното изкупуване на акции се удвоява, преминава 2 трилиона], *Nihon keizai shinbun*, April 28, 2002, p. 1.

пазар за корпоративен контрол, *СД* с преобладаващо участие на служители на компанията и с акцент върху оперативното управление, а не надзора, а също и системата на дългосрочно наемане) са оформени и поддържани с помощта на социални норми.⁴⁹ Това означава, че функционирането на тези институции е силно повлияно от обществените представи за това какво и как трябва да вършат японските банки, фирми и държавните органи.

През последното десетилетие обаче тези представи са поставени на сериозно изпитание. Очевидно е, че в Япония се извършва значителна промяна на нормите: нарастващо, макар и неохотно, приемане на поглъщанията като пълноправно средство за провеждане на корпоративна стратегия и надзор, по-пълно осъзнаване на икономическите очаквания на акционерите, промяна в начина на мислене на ръководителите относно тяхната роля в управлението на корпорацията, понижени очаквания за снизхождение към фалиращите фирми от страна на банките и регулиращите органи, повишаващо се колебание относно ползите от трудови отношения на основата на старшинството (продължителността на стажа във фирмата).⁵⁰ В такъв смисъл, заедно с корпоративното право, и неформалната институционална среда на японското корпоративно управление се е изменила по начин, който е бил почти немислим само преди десетилетие.

Трудово-наемни отношения

През 90-те години на ХХ век гъвкавостта на системата на „доживотния наем“ се увеличава в няколко направления.⁵¹

Първо, засилва се конкуренцията между компаниите за наемане на висшисти със специфични способности. За разлика от предишните периоди, когато корпорациите се придържат към принципа да набират кадри по едно и също време всяка година, които да започват работа от 1-ви април, през 90-те години става допустимо да се наемат нови работници през цялата година.

Освен това се променя и традиционната практика да се попълват всички свободни места с новозавършили училище или *ВУЗ* и след това те да преминават вътрешнофирмено обучение за придобиване на специализирани умения. Много японски компании започват да наемат кадри, които вече са развили специализирани умения или чрез предишен работен опит, или чрез обучение в университета. В същото време все по-голям дял от младите работници в корпорациите по няколко пъти сменят работните си места, въпреки че все още крайната цел на това движение на работната сила е да се открие компанията, която предлага привлекателна дългосрочна кариера.⁵²

Второто направление на измененията е в областта на възнагражденията. Както беше отбелязано, за следвоенна Япония е

⁴⁹ Milhaupt, C., Цит. съч.

⁵⁰ Пак там.

⁵¹ Kameyama, N. "Japanese-Style Employment Practices at a Turning-Point?", *Japan Labor Bulletin* 32, No. 6, June 1, 1993; Ornatowski, G. "The End of Japanese-Style Human Resource Management?", *Sloan Management Review* 39, No. 3, 1998, pp. 73-84; Takanashi, A. "Shaky Employment Practices in Japan", *Labour Quarterly Issues* 38, Winter 1998.

⁵² Nitta, M. The Employment Practices and Employment of Young Workers in Japan: Past Experience and Present Situation, *Japan Labor Bulletin* 34, No. 10, October 1, 1995; Ishibashi, A. Companies ease rules on hiring as global competition mounts, *Nikkei Weekly*, August 26, 1996; Ornatowski, G. The End of Japanese-Style Human Resource Management?. – *Sloan Management Review* 39, N 3, 1998, 73-84.

характерна „системата на старшинството“ при определяне възнагражденията на работещите. През 90-те години на XX век индивидуалните резултати започват да се отчитат в много по-голяма степен при определяне на възнаграждението и при повишение.

Друго направление за гъвкавостта на трудово-наемната система е пренасочването на трудовите ресурси към длъжности в компании-филиали, които са с по-ниско заплащане и/или отговорност. Обект на тези премествания, които се осъществяват след консултации с професионалните съюзи, са предимно служители в края на 40-те и началото на 50-те си години.

Именно от гледна точка на това преразпределение на трудовите ресурси отделянето на нови предприятия от вече съществуващите придобива по-голямо значение през 90-те години.⁵³ През първата година след приемането на законовата база за подобно обособяване се осъществяват повече от 200 такива сделки,⁵⁴ вкл. и няколко комбинации, които не биха били предприети без нормативната промяна.⁵⁵

Перспективи пред реформата в системата на корпоративно управление в Япония

През 90-те години на XX век в системата на корпоративно управление започват да се извършват значителни изменения. Преобразуването (т. нар. „голям взрив“) на японския финансов сектор⁵⁶ в посока разширяване на дейността по управление на активи и последващото преминаване към „секюритизация“ на общественото осигуряване създава възможност за предоставяне на по-важна роля на система на корпоративно управление, основана върху принципа за максимизиране на акционерната стойност.

През последното десетилетие на XX век служителите в японските компании са под засилен натиск да приемат характерната за САЩ идеология, че най-ефективният начин за управление на корпорацията е стремежът за постигане максимална стойност на акциите. Някои японски компании, като Хоя и Као дори са приели измерватели за „акционерната стойност“ като един от най-важните показатели за резултатите на корпорацията.⁵⁷

Въпреки че от 90-те години на миналия век в системата на корпоративно управление в Япония несъмнено се извършват изменения, техният обхват е сравнително ограничен. Все още относително малък брой фирми са преминали от предишната система на щатни финансови ревизори към подобна на американската система на специализирани комитети от външни директори. Институционалните инвеститори в Япония още не са

⁵³ Odagiri, H. *Growth Through Competition, Competition Through Growth.: Strategic Management and the Economy in Japan*. Oxford University Press, 1994; Ito, K. Japanese Spinoffs: Unexplored Survival Strategies. – *Strategic Management Journal* 16, 1995, pp. 431-446.

⁵⁴ “Kaisha bunkatsu: 1 nen de 200 ken” [200 случая на подразделяне на компании за 1 година], *Nihon keizai shimbun*, Mar. 31, 2001, p. 1.

⁵⁵ Kaisha wa kooshite henshin saseru [Така се променят компаниите], *Shukan toyo keizai*, Apr. 6, 2002, pp. 42, 43-45.

⁵⁶ Вж. Найденов, Н. Системата на основната банка в Япония и кризата от 90-те години на миналия век. – *Икономическа мисъл*, 2004, N 5.

⁵⁷ Hoya. *Annual Report 1998*. На интернет страницата на Hoya: <http://www.hoya.co.jp/eng/company/index.html>; “Stock in focus: Kao,” *Nihon Keizai Shimbun*, July 28, 1999.

готови да оказват натиск върху фирмените ръководства за постигане на по-добри резултати, или да продават притежаваните от тях акции, когато получават изгодни предложения.

Докато самото наличие на опити за враждебни поглъщания и борби за пълномощия е знак за промяна, все пак и двата неотдавнашни „вътрешнояпонски“ опита за нежелани (враждебни) поглъщания не успяват. До голяма степен техният неуспех се дължи на безусловната подкрепа на банките и институционалните инвеститори за съществуващото ръководство при появата на нежелания купувач.⁵⁸

Ръководствата на японските корпорации все още са твърде изолирани от натиска на пазара, като по този начин лишават системата на корпоративно управление от един важен фактор за нейното усъвършенстване.

Досегашните данни показват, че дългосрочното наемане остава същностна характеристика на японските корпорации, дори и при условие, че количеството на работниците, получаващи тази гаранция, намалява. Едно изследване от 1999 г. установява, че мнозинството от компаниите възнамеряват да запазят системата на дългосрочно наемане, като повечето се стремят да намаляват броя на заетите разчитайки на естествения процес на пенсиониране или на стимули за по-ранно прекратяване на трудовия договор от страна на работниците.⁵⁹ Резултатите от проучвания не намират достатъчна подкрепа за твърдението, че практиката на дългосрочно наемане е на път да бъде изкоренена. Едно неотдавнашно изследване заключава, че “засега не съществуват доказателства, че фирмите в производствения сектор са променили системата си на дългосрочно наемане с изключение на няколко, които са изпитвали финансови проблеми”.⁶⁰

В заключение може да се твърди, че въпреки осъществените стъпки в посока приближаване към американския тип корпоративни управленски структури, ръководствата на японските корпорации оперират в рамките на почти същата система от стимули, както и преди 15 години, като се изключат някои периферни, но все пак важни изменения.

За да може японската система на корпоративно управление да се приближи в по-голяма степен до американската е нужно да се извършат порадикални промени в основните институции, практиката и начина на мислене. Необходима е нова структура на акционерната собственост, която може да се постигне чрез увеличаване на преките чуждестранни инвестиции и по-нататъшно съкращаване на кръстосаното притежание на акции. Трябва да се възприеме нов подход към капиталовите пазари както от корпорациите, така и от регулиращите органи, включващ увеличаване на вложенията на пенсионните фондове в акции и по-широко използване на нежеланите поглъщания като средство за подмяна на фирменото ръководство, а също и отказ от опитите на правителството да управлява цените на акциите в “полза” на банките, които все още притежават значителни портфейли от нискодоходни акции. Необходима е и нова схема за стимулиране на висшето

⁵⁸ Виж например: “Institutions Threaten Corporate Governance”. *Nikkei Weekly*, July 22, 2002.

⁵⁹ Hisada, K. et al. “Japan Sticks to Lifetime Job System”, *Asahi Shimbun*, Dec. 2, 1999.

⁶⁰ Miyajima, H. and H. Aoki. “Changes in the J-Type Firm: From Bank-Centred Governance to Internal Governance”. In *Japan—Change and Continuity*. J. Maswood et al eds. Routledge Curzon: London, 2002.

фирмено ръководство, което и в началото на XXI век може спокойно да очаква пенсионирането си, при условие, че не се стига до финансова криза.⁶¹ Трябва да се измени и съществуващата нагласа у фирмите, че пренасочването на корпоративните активи към по-печеливши дейности е сигнал за “неуспех” или представлява “продажба на хора”.

В резултат на продължителността на рецесията и в отговор на призивите за корпоративно реструктуриране по американски образец видни представители на деловите среди изразяват мнение, че Япония трябва да намери собствен път към устойчив подем. В подкрепа на корпоративна реформа, която ще породи “пазарна икономика с човешко лице” Хироши Окуда, президент на Toyota Motor Corporation и новоназначен лидер на Японската федерация на сдруженията на работодателите Никкейрен заявява, че “сляпото упование на пазара отива твърде далече” и “е жалко, че деловите лидери често приравняват реструктурирането със съкращения на персонала”⁶². В същия дух Йотаро Кобаяши, председател на Fuji Херох и лидер на Кейдзай Дооюукай от април 1999 г. призовава процесът на реформи да излезе извън границите на “манифеста за пазарна икономика”. Както се изразява Й. Кобаяши във встъпителното си обръщение към Кейдзай Дооюукай: “Компаниите получават все по-точна оценка от пазара. И като корпоративни граждани те могат да поддържат динамизма си в дългосрочен план само ако завоюват доверието на обществото и са отзивчиви към разнообразните му нужди. Затова е съществено от тази гледна точка пазарноориентираната природа и социалната природа на стопанските корпорации да се приведат в хармония на една по-висока плоскост, в контекста на епохата. Необходима е теоретична рамка, която ще обоснове взаимоотношенията на компанията с всички свързани с дейността ѝ групи лица и почтените отношения между самите тези групи. Такава рамка е съществена, ако ние ще развиваме в Япония корпоративно управление за новото време, отвъд пазарноориентираната икономика.”⁶³

През последните две десетилетия на XX век максимизирането на акционерната стойност се е превърнало в утвърдена идеология на корпоративното управление в САЩ. Но дори и там възгледът, че максимизирането на акционерната стойност ще доведе до по-добри стопански постижения е сравнително нововъзникнал в резултат на структурните промени в американската корпоративна икономика и глобалната конкуренция през 60-те и 70-те години на XX век.⁶⁴ Докато в много анализи разцветът на американската икономика в края на 90-те години се приписва на такова съсредоточаване върху акционерната стойност, все още предстои да се провери устойчивостта на подема в национално стопанство, придържащо се към този принцип на корпоративно управление. Много от потенциалните източници на нестабилност в американската икономика (като неустойчивия

⁶¹ Вж. Lucier, C., R. Schuyt and E. Spiegel. Why CEOs Fall: The Causes and Consequences of Turnover at the Top. *Booz Allen Hamilton Special Report*, 2002.

⁶² Цитирано в: “Companies should determine business viability”, *Nihon Keizai Shimbun*, May 24, 1999.

⁶³ Kobayashi, Y. Beyond the ‘Manifesto for a Market-Oriented Economy’: Four Aspects of Governance for the Next Era, *Inaugural address at the 1999 Annual meeting of Keizai Doyukai*, April 22, 1999, pp. 3-4.

⁶⁴ Lazonick, W., and M. O’Sullivan. Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. – *Economy and Society* 29, No. 1, 2000, pp. 13-35.

подем на фондовия пазар, влошаващото се разпределение на доходите и богатството, постоянният търговски дефицит, безпрецедентно ниското равнище на спестявания на домакинствата и нарастващото количество на международни заеми) може да се окаже, че са свързани, пряко или непряко, с маниакалното следване от американските корпорации на принципа за максимизиране на акционерната стойност.⁶⁵

⁶⁵ Пак там.