

СЪВРЕМЕННИ ТЕНДЕНЦИИ В ЯПОНСКОТО КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ

Анализирана е системата за корпоративно управление (КУ) в Япония в началото на XXI век по следните направления: измененията в структурата на акционерната собственост – разграждането на стабилните отношения и кръстосаната собственост; промените в състава и структурата на Съветите на директорите; ефектите от въвеждане на схеми за стимулиране на директорите; развитието на пазара за корпоративен контрол – сливания и придобивания; връзката между прозрачността (разкриването на информация) и моделите на КУ. На тази основа са очертани съвременните тенденции на това управление, а именно – намаляване ролята на банките в акционерната собственост, надзора и контрола над японските дружества; издигане в по-висок ранг интересите на акционерите; значително увеличена интензивност на дейността по фирмени сливания и придобивания; възраждане на кръстосаната акционерна собственост през втората половина на последното десетилетие; разширяване на многообразието от механизми за КУ, прилагани от различните фирми или групи от фирми. Предложени са и насоки за развитието на КУ в България.

JEL: G34; G32; M12

Оказвайки влияние върху разпределението на ресурсите и доходите в обществото, корпоративното управление е важен елемент на съвременните стопански системи. То се определя от сложна съвкупност от социални, политически, юридически и икономически фактори, които са специфични за отделните страни. Така се обособяват различни национални системи за корпоративно управление, които изследователите обикновено причисляват към един от два теоретични модела – пазарния (на външните лица) и на обвързаността (на вътрешните лица).

Характеристиките на системата на обвързаност са най-пълно изразени в японския модел на корпоративно управление от 50-те до началото на 90-те години на XX век.² Този модел е в основата на алтернативен вариант за организация на обществото,

¹Николай Трифонов Найденов е доктор по икономика в Института за икономически изследвания на БАН, секция „Международна икономика“, тел. 0887871320, e-mail: niknayd@iki.bas.bg.

² Следвоенният японски модел на корпоративно управление е предмет на редица трудове на автора. Вж. Найденов (1996), Найденов (1997).

който позволява да се постигне едновременно както висока икономическа ефективност, така и добро равнище на социална справедливост.³

Съвпадението на периода на възход на неолибералната идеология след разграждането на социализма и периода на кризата след резкия финансов спад в Япония поражда значителен натиск върху японската система за корпоративно управление. Търсейки причините за краха в тази система и предпоставките за американския подем, съответно в характерния за САЩ модел на корпоративно управление, от средата на 90-те години в Япония се предприемат основни реформи на това управление с цел то да се приближи към американския модел.⁴ Този процес продължава и до днес, като по-значителни изменения настъпват едва през първото десетилетие на XXI век.

Имайки предвид важността на японския модел като алтернативна стопанска организация, оправдан е изследователският интерес да се проучат резултатите от реформите на корпоративното управление в страната и да се направят изводи за техните ефекти върху нейната икономика и за приложимостта на подобни мерки в други икономики със съществено различаващи се обществени норми от американските, каквато е и България.

Това предопределя изборът на японската система на корпоративно управление (КУ) като **обект на изследването**. Негов **предмет** е ходът на реформите в тази система, причините за тях и ефектите им върху резултатите на фирмите и националната икономика. Периодът, върху който се съсредоточава разработката, е първото десетилетие на XXI век. Целта е да се обобщят резултатите от реформите в системата на КУ в Япония през разглеждания период, като се определят основните тенденции в тях и да се идентифицират приложими в България елементи, водещи до повишаване на конкурентоспособността.

Изследването е проведено предимно на база проучване на публикувани литературни източници и статистически данни, като се използват методите на анализ и синтез, на абстрактно-логическо теоретизиране, вкл. и от гледна точка на институционалните подходи.

Разработката е структурирана в три основни части. **Първата част** е посветена на една от предпоставките за предприемане промяната на този модел – измененията в структурата на акционерната собственост.

Във **втората част** са анализирани измененията в основните механизми за корпоративно управление – Съвета на директорите, активността на акционерите, пазара за корпоративен контрол (сливанията и придобиванията), схемите за материално стимулиране на ръководителите. Обобщено е влиянието на реформите върху японския модел на КУ – неговата хибридизация. Разгледани са перспективите за развитие на този модел на фона на съвременната глобална финансова криза (*ГФК*). Работните хипотези, подлежащи на потвърждаване или отхвърляне, са следните: 1.

³ Алтернативният вариант за организация на обществото – корпоратизъм е представен накратко в: Найденов (2002).

⁴ Реформите на японския модел от 90-те години са разгледани в Найденов (2005).

Измененията в Съветите на директорите (създаване на комитети и привличане на независими директори) не са от съществено значение за подобряване на КУ в Япония; 2. Засилване ролята на схемите за материално стимулиране на директорите в Япония ще окаже положителен ефект върху резултатите на фирмите; 3. Враждебните превземания няма да намерят широко разпространение в Япония, но приятелските сливания и придобивания ще имат положително влияние върху фирмената ефективност; 4. Повишаването на прозрачността и разкриването на информация от фирмите ще има положителен ефект върху всички фирми, независимо от възприетата система на КУ.

В **третата част** са обобщени основните съвременни тенденции в японското корпоративно управление и са изведени аспекти от системата на КУ, които могат да бъдат полезни за фирмите в България.

Предпоставки за промяна на следвоенната система на корпоративно управление в Япония

От 90-те години на XX век се извършва преобразуване на японския банков отрасъл, тъй като банките в страната са принудени да претърпят резки промени поради огромното количество лоши дългове, останали след „спукването на икономическия балон“ през 1991 г.

Източниците на банковата криза през 90-те години на миналия век могат да се търсят в променените отношения между банковия и индустриалния сектор през 80-те години. Успешните индустриални корпорации са в състояние да съкратят заемите си от банките, като по този начин намалява необходимостта от традиционната посредническа функция на банките, докато в същото време банките са затрупани със заемни средства. Когато тези средства биват предоставени като заеми, те позволяват спекулативното покачване на цените на земята и акциите и създават т. нар. икономически “балон”. Подобни явления могат най-общо да се характеризират като разкъсване на връзката между реалната и финансовата икономика и не са присъщи за японския модел на корпоративно управление. Те се наблюдават и в много други развити икономики, вкл. и в системи с максимално различаващ се модел на КУ, например в САЩ в началото на XXI век. Такива явления могат да се разглеждат и като източник на глобалната финансова криза, която също започва от САЩ. Това ни дава основание да приемем, че реформите в Япония от 90-те години са предизвикани от екзогенни фактори, неприсъщи за нейния модел на корпоративно управление, създаден през периода 1950-1990 г.

След кризата от 90-те години дори най-мощните японски банки през следвоенния период – Мицуи, Мицубиши, Сумитомо, Фуджи, Санва, Дай-ичи Кангьо, стоящи в центъра на т. нар. шест големи многоотраслови фирмени групировки смятат сливането като единствено решение. В резултат на този процес те се преобразуват в три големи финансови групи – **Mizuho Holdings** (наследник на Дай-ичи Кангьо и Фуджи), **Mitsubishi UFJ Financial Group** (Мицубиши и Санва) и **Sumitomo Mitsui**

Banking Corp. (Сумитомо и Мицуи). Тези сливания ще имат осезаеми последици за сдруженията от фирми, обслужвани от участващите банки, тъй като новосъздадените финансови групи “наследяват” тесни връзки с компании, които доскоро са били непримирими конкуренти. Това прави малко вероятно обединяването им в нови по-големи групировки, въпреки че би могло да породи форми на сътрудничество, надхвърлящи предишните граници на сдруженията, но също би могло да доведе и до дезинтеграция.

Реформите се извършват на основата на изменения в нормативната база. В Milhaupt (2003) се отбелязва, че най-общо промените могат да се отнесат към две групи.⁵ В първата са включени измененията, насочени към *увеличаване на гъвкавостта*. Те разширяват възможностите за финансиране на корпорациите и засилват организационната гъвкавост на японските фирми в областта на сливанията, продажбите на акции и реорганизациите. Втората група изменения спомагат за *засилване на надзора и контрола*. Те включват промените в механизма на възбуждане на вторични дела за запрещение от акционерите и в системата на щатните финансови ревизори, както и реформите в структурата на корпоративните Съвети на директорите. Тези реформи целят да засилят надзорните функции на *СД* и разделението между функциите по контрола и по вземането на решения. През 1999 г. е въведено изискване да се отчитат консолидираните финансови резултати и се затягат правилата за консолидиране, така че да включват не само филиалите, в които компанията има контролни пакети акции, но и тези, над които тя упражнява фактически контрол. Фирмите са задължени да отчитат по пазарна стойност притежаваните от тях ценни книжа, вкл. и тези, които са обект на кръстосано владение, смятано от 2001 г. От 2007 г. експерт счетоводителите са задължени за следят стриктно за счетоводни манипулации от страна на фирмите и да ги докладват. Увеличават се и наказанията за счетоводителите, които извършват нарушения.

В процеса на реформите се изменят и социалните норми в Япония. Въпреки натиска за приближаване към американския модел на корпоративно управление обаче голяма част от японските предприемачи не приемат нормите, свързани с абсолютизирането на акционерната стойност. Показателно е изказването на президента на една от водещите японски корпорации – Toyota Motor Corporation и на Японската федерация на асоциациите на работодателите през 2001 г. на годишната среща в Токио на Международната мрежа за корпоративно управление. Той изразява своята позиция, като цитира текст от японските прогимназиални учебници, засягащ корпоративната социална отговорност. Според него, „...ако корпорациите се управляват изключително в интерес на акционерите, бизнесът ще бъде принуден да се стреми към краткосрочни печалби за сметка на заетостта и разходите за научноизследователска и развойна дейност. За да бъдат устойчиви, ... , корпорациите трябва да поддържат и развиват отношения със заинтересуваните лица, като доставчиците, служителите и работниците и местните общности.“ (Wall Street Journal, 2010)

⁵ Изложение, което следва в съкратен вид това от Milhaupt (2003), на промените в законодателството, засягащо корпоративното управление се съдържа в Найденов (2005, с. 137-139).

Въпреки това, изменената структура на собствеността създава непосредствени предпоставки за реформи, насочени към повишаване значението на акционерната стойност като цел на корпоративното управление.

Промени в структурата на акционерната собственост

Интересно явление за съвременната структура на собствеността в японския корпоративен сектор, както може да се проследи в табл. 1, е почти равното разпределение на основните дялове между нефинансовите компании, индивидуалните акционери, чуждестранните инвеститори и вътрешните институционални инвеститори.

Забележими изменения настъпват от 90-те години на XX век. През този период в Япония започва трайно намаляване дела на банките и нефинансовите компании в акционерната собственост. Спадът продължава и след този от 11.3% през 1999 г. до нива под 5% от 2005 г. насам. Делът на нефинансовите компании през този период също намалява, като през 1999 г. е 26%, а от началото на XXI век се задържа на равнище около 21-22%. Особено впечатляващо през отразения в таблицата период от над две десетилетия е нарастването на дела на чуждестранните акционери от 4.2% през 1989 г. до пика от 28% през 2006 г., както и стопяването на дела на търговските банки – от над 15% през периода преди 1997 г. до под 5% след 2005 г.

Закупуването на японски акции от чуждестранни лица е част от една глобалната тенденция, изразяваща се в диверсификация на портфейлите на институционалните инвеститори (особено на тези от САЩ и ОК) чрез придобиване на международни ценни книжа. Ahmadjian and Okumura (2006, p. 136) цитират данни, според които американските държатели на чуждестранни акции увеличават притежаваните от тях количества от 197.3 млн. до 1.4 билиона щ. дол. през периода 1990-1998 г.

Около 2000 г. в Япония се увеличават и институционалните инвестиции. През 2002 г. институционалните инвеститори, вкл. животозастрахователните компании, доверителните банки, пенсионните и инвестиционните фондове, владеят най-голям дял – 28.1% от акциите на всички регистрирани на борсата компании. След 2005 г. те отстъпват първенството на чуждестранните инвеститори, като само през 2008 г. отново са с най-висок дял. Като се има предвид, че повечето от чуждестранните инвестиции на борсата са осъществени също от финансови институции, то може да се твърди, че институционалните инвеститори са най-важните действащи лица в съвременната японска система на корпоративно управление.

Важността на чуждестранните инвеститори в Япония произтича именно от факта, че те в огромната си част са институционални инвеститори, чиито основни очаквания са за висока възвръщаемост на вложените от тях средства. Тази цел се различава от характерната за японската следвоенна система логика на притежаването на акции от юридически лица, а именно – подкрепата на широк комплекс от стопански дейности. Поради това, навлизането на такива чуждестранни инвеститори оказва натиск за реформи на корпоративното управление в посока към по-голяма прозрачност,

засилена комуникация с акционерите и повишено внимание към техните интереси чрез извеждане на преден план възвръщаемостта от инвестициите.

Таблица 1
Разпределение на акциите на регистрираните на Фондовата борса компании в Япония (1988-2008)*

Години	Индивиди ¹	Чуждестранни лица ²	Нефинансови компании	Банки ³	Доверителни банки ⁴	Институционални инвеститори ⁵		Други	Общо
					(A)	(B)	(A+B)		
1989	20.5	4.2	29.5	15.7	5.6	17.4	23.0	7.1	100.0
1999	18.0	18.6	26.0	11.3	6.4	15.3	21.7	4.4	100.0
2000	19.4	18.8	21.8	10.1	9.1	16.5	25.6	4.3	100.0
2001	19.7	18.3	21.8	8.7	10.6	16.8	27.4	4.1	100.0
2002	20.6	17.7	21.5	7.7	11.6	16.5	28.1	4.4	100.0
2003	20.5	21.8	21.8	5.9	11.4	13.9	25.3	4.7	100.0
2004	21.3	23.3	22.1	5.2	10.7	12.9	23.6	4.6	100.0
2005	19.9	26.3	21.3	4.7	10.2	12.9	23.1	4.7	100.0
2006	18.7	27.8	20.8	4.6	9.5	13.4	22.9	5.3	100.0
2007	18.7	27.4	21.4	4.7	9.0	13.7	22.7	5.0	100.0
2008	20.5	23.5	22.6	4.8	10.3	13.8	24.1	4.4	100.0
2009	20.1	26.0	21.3	4.3	10.3	13.1	23.4	4.8	100.0
2010	20.3	26.7	21.2	4.1	10.6	12.1	22.7	5.0	100.0
2011	20.4	26.3	21.6	3.9	11.1	11.8	22.9	4.9	100.0

Забележки:

* на база финансова година, в %

¹ вкл. неинкорпорирани.

² вкл. инкорпорирани асоциации.

³ вкл. търговските банки и дългосрочните кредитни банки.

⁴ с изключение на инвестиционните и анюитетните доверителни фондове.

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

Източник: Tokyo Stock Exchange 2011 Share Ownership Survey. Налично на: http://www.tse.or.jp/english/market/data/shareownership/b7gje60000003t0u-att/e_bunpu2011.pdf

Подобен е ефектът и от увеличените дялове на вътрешните институционални инвеститори и индивидуални акционери за сметка на съкращаването на банковата собственост. Заедно с чуждестранните акционери те определят постигането на максимална акционерна стойност като първостепенна цел, към която трябва да се стреми фирменото ръководство.

Разграждане на отношенията на стабилно владение на акции

От началото на 90-те години на XX век се наблюдава тенденция към отслабване на тесните и стабилните междувирмени отношения на акционерна собственост. Както става ясно от табл. 2, собствеността на "приятелски" настроените акционери ("инсайдъри") като процент от общото количество акции спада от 46.6% през 1991 г. до 38.3% през 2008 г. Това става за сметка на значително намаляване на кръстосаното владение на акции (от над 15 на 9%), както и на едностранното владение от други компании (от над 22 до около 15%).

Таблица 2

Стабилно владение на акциите на японските компании (%)

	1987 г.		1991 г.		1996 г.		2001 г.		2006 г.		2008 г.	
	N= 1.094		N= 1.223		N= 1.198		N= 1.404		N= 1.616		N= 1.599	
	средна стойност	стандартно отклонение	средна стойност	стандартно отклонение	средна стойност	стандартно отклонение	средна стойност	стандартно отклонение	средна стойност	стандартно отклонение	средна стойност	стандартно отклонение
Свързани лица ("инсайдъри")	45.4	13.8	46.6	13.5	44.9	13.2	41.8	15.0	37.4	16.2	38.3	16.4
Кръстосано владение, в т.ч.	15.1	9.4	15.4	9.2	15.3	9.1	11.9	9.7	9.2	9.2	9.0	9.3
дъл на фин. институции	10.4	6.4	10.8	6.3	10.7	6.2	7.2	5.9	4.6	4.9	4.1	4.7
дъл на преработващи компании	4.7	6.4	4.6	6.2	4.6	6.2	4.7	6.8	4.6	6.4	4.9	6.8
Финансови и нефин. компании (извън кръстосаното владение)	22.1	16.5	22.5	16.7	22.0	16.6	18.5	17.7	14.9	17.7	15.5	18.0
Холдинги	1.1	1.4	1.1	1.4	1.5	1.6	2.3	2.5	2.0	2.3	2.3	2.6
Служители	3.4	5.9	2.8	5.0	2.1	4.7	3.6	7.8	4.8	9.2	4.7	9.1
Семейства и семейни фирми	3.6	7.8	4.6	9.3	3.9	7.9	5.3	9.7	6.3	10.9	6.7	11.3
Несвързани лица ("аутсайдъри")	30.3	11.4	31.0	10.5	35.8	10.8	43.3	13.0	48.5	14.1	47.8	14.8
Институционални инвеститори, в т.ч.:	6.3	6.6	9.2	7.4	12.0	8.8	13.4	11.9	21.8	14.5	19.0	13.9
чуждестранни	3.3	4.1	4.1	4.4	7.1	6.8	6.6	7.9	14.2	11.6	11.7	10.7
вътрешни	3.0	3.5	5.1	4.1	4.9	3.3	6.8	5.6	7.6	5.6	7.3	5.8
Дребни индивидуални акционери	23.3	10.1	21.2	8.9	23.1	10.6	29.0	14.0	26.0	13.8	28.2	14.7
Чуждестранни компании	0.7	5.5	0.6	5.1	0.7	5.4	0.9	6.4	0.7	5.7	0.6	5.1

Източник: Miyajima and Nitta (2011).

В същото време делът на акциите, владени на чисто пазарни принципи се увеличава от по-малко от 1/3 в края на 80-те и началото на 90-те години на XX век до почти 1/2 от средата на първото десетилетие на XXI век. Прави впечатление значителното нарастване дела на институционалните инвеститори (от 6.3% през 1987 г. до 19% през 2008 г.), по-голяма част от които са чуждестранни.

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 след продължителната стагнация на фондовия пазар от 90-те години XX век и азиатската финансова криза от 1997 г. 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.

Изменения в кръстосаната акционерна собственост

При отношенията на кръстосана собственост се наблюдават няколко периода. Както личи от табл. 3, до борсовия крах от началото на 90-те години мрежата на кръстосаната собственост се разраства със значителни темпове. В периода след борсовия крах до азиатската криза през 1997 г. развитието на тези отношения се забавя. От кризата до средата на първото десетилетие на XXI век мрежата се "разплита", т.е. немалка част от предприятията прекратяват взаимното владение на акции от деловите си партньори. След 2005 г. обаче кръстосаната собственост се "възражда", фирмите отново разменят акции помежду си и укрепват мрежата на кръстосано междуфирмено владение на акции.

Такива четири периода в развитието на кръстосаната акционерна собственост в Япония се обособяват в случай, че се разглеждат данните общо за финансовите и нефинансовите компании. Ако се съсредоточи вниманието върху периода след 1997 г., когато започва освобождаването от кръстосано притежавани акции от страна на фирмите, могат да се забележат значителни различия в поведението на банките, от една страна, и на нефинансовите компании, от друга.

В табл. 4 се проследяват действията на банките по отношение на кръстосаната акционерна собственост в периода 1996-2008 г. През почти целия период след 1997 г. банките непрекъснато съкращават количеството на кръстосано владение акции, като кратко затишие се наблюдава през 2006-2007 г., а посоченият процес е с най-голяма интензивност от 2000 до 2004 г., достигайки пик през 2003 г.

Тежкото финансово положение на банките след кризите от началото на 90-те години и от 1997 г. ги принуждава да продават акции за да реализират натрупаното повишаване на стойността им през продължителния период на тяхното владение. Освен това, поправки в счетоводните правила изискват притежаваните акции да бъдат отчитани по текущата им пазарна стойност. По този начин кръстосано притежаваните акции се превръщат вече в рисков актив, а не са просто средство за поддържане на дългосрочни делови отношения.

Таблица 3

Изменения в отношенията на кръстосана акционерна собственост между
предприятията в Япония (1989-2008 г.)

	Брой на предприятията в извадката	Дял от предприятията в извадката (%)				
		без кръстосана собственост	без промяна в отношенията на собственост	увеличаване (А)	намалвяване (Б)	А – Б
1989	1307	2.1	21.6	63.7	12.6	51.0
1990	1342	1.8	22.1	66.1	10.1	56.0
1991	1381	1.6	32.4	52.7	13.3	39.5
1992	1387	1.4	40.6	44.0	14.0	30.0
1993	1301	0.9	41.3	30.7	27.1	3.7
1994	1301	0.9	43.7	34.5	20.8	13.7
1995	1322	0.9	43.0	34.6	21.5	13.1
1996	1356	1.0	38.3	40.3	20.4	20.0
1997	1393	0.6	34.8	37.5	27.1	10.3
1998	1405	0.1	36.4	28.7	34.9	-6.2
1999	1459	1.2	30.0	15.4	53.5	-38.0
2000	1523	1.8	34.6	23.2	40.3	-17.1
2001	1549	2.1	36.5	24.5	36.9	-12.5
2002	1570	2.8	31.5	21.6	44.1	-22.5
2003	1594	5.0	29.2	15.2	50.6	-35.3
2004	1687	8.6	37.8	20.7	32.9	-12.2
2005	1734	9.6	37.4	34.5	18.5	16.0
2006	1768	10.9	39.4	35.5	14.3	21.2
2007	1759	11.1	40.6	37.4	10.9	26.5
2008	1740	12.2	44.6	31.8	11.4	20.5

Източник: Miyajima and Nitta (2011).

Таблица 4

Разпореждане с кръстосано притежавани акции от страна на банките в Япония (1996-
2008 г.)

	Общ брой случаи на кръстосана собственост	Дял от общия брой случаи (%)				
		без промяна	покупки	продажби	неизвестна ситуация	нетно увеличение
1996	4,683	83.5	10.1	3.3	3.1	6.7
1997	4,817	83.0	5.1	8.4	3.6	-3.3
1998	4,686	82.7	3.1	10.4	3.9	-7.3
1999	4,336	79.8	4.0	13.5	2.8	-9.5
2000	4,201	76.2	3.7	17.7	2.4	-14.1
2001	4,092	57.7	11.1	26.4	4.8	-15.2
2002	4,416	28.7	24.2	43.7	3.4	-19.5
2003	3,387	58.9	4.2	33.4	3.5	-29.2
2004	3,193	69.2	3.9	20.9	6.0	-17.0
2005	3,201	64.3	14.8	15.9	5.1	-1.1
2006	2,842	84.4	6.4	5.6	3.6	0.8
2007	2,721	87.9	4.7	4.7	2.7	0.0
2008	2,611	86.2	3.6	6.2	4.0	-2.6

Източник: Miyajima and Nitta (2011).

В следвоенната японска система на корпоративно управление кръстосаното притежание на акции се разглежда като "размяна на заложици", гаранция за коректните отношения между фирми, поддържащи трайни делови връзки. Факт е, че деловите отношения между банките и нефинансовите предприятия значително се ограничават с отпадането на нуждата от банкови заеми от страна на големите предприятия, които преминават към пряко финансиране от капиталовите пазари. Ahmadjian and Okumura (2006, p. 135) цитират данни за намаляване на дела на банковите заеми в общите активи на преработвателните фирми от 34.7% през 1980 г. до 12.6% през 1997 г.

Освен това, случаи на прекратяване на отношения на кръстосана акционерна собственост между самите преработващи предприятия, както е показано на табл. 5, почти не се наблюдават, с изключение на отчетения спад през 1999 г.

Таблица 5

Разпореждане с кръстосано притежавани акции на преработващи предприятия от страна на преработващи предприятия в Япония (1996-2008 г.)

	Общ брой случаи на кръстосана собственост	Дял от общия брой случаи (%)				
		без промяна	покупки	продажби	неизвестна ситуация	нетно увеличение
1996	11,320	88.0	6.5	4.6	0.8	1.9
1997	11,608	82.2	10.0	5.6	2.2	4.4
1998	11,076	81.8	8.5	7.5	2.2	1.0
1999	10,487	58.8	6.8	20.4	14.0	-13.6
2000	6,502	68.6	11.4	10.8	9.2	0.6
2001	6,032	76.1	10.8	6.9	6.2	3.9
2002	6,013	76.6	11.5	6.3	5.6	5.1
2003	6,245	75.0	10.5	10.1	4.4	0.4
2004	6,517	75.2	13.4	6.7	4.6	6.7
2005	7,347	72.2	17.4	5.6	4.8	11.8
2006	7,853	74.5	16.6	4.1	4.7	12.5
2007	8,099	72.1	18.4	3.2	6.3	15.2
2008	7,837	76.8	12.8	2.8	7.6	10.0

Източник: Miyajima and Nitta (2011).

Nakamura (2011, p. 205) определя кръстосаната акционерна собственост като най-типично японското "отровно хапче". Нейното възраждане след 2005 г. може да се разглежда като отговор на японските компании на заплахата от враждебно превземане, нараснала след активизирането на пазара за корпоративен контрол в началото на новото хилядолетие.

*

След 1990 г. много от условията, които са препятствали прилагането на традиционните механизми на корпоративно управление в Япония се променят. Компаниите продават акциите, които не носят достатъчно приходи. Създава се правна основа за отваряне на Съветите на директорите. Цените на недвижимата собственост падат в продължение на десетилетие, също и цените на акциите достигат

по-достъпни равнища. Особено важно е, че финансовите служби в корпорациите са принудени да обръщат по-голямо внимание на възвращаемостта от капитала. Това изискване създава възможности за по-силна конкуренция за контрола над недостатъчно производителните компании и за тяхното преустройство.

По-нататък са проследени измененията в традиционните вътрешни и външни механизми за корпоративно управление.

Изменения в системата на ку в япония на съвременния етап

Реформи във вътрешните органи за КУ

Промени във формата и състава на СД

През 90-те години компанията Сони е инициатор на практиката да се свива броят на членовете на Съвета на директорите, като се прибавя и нов орган за корпоративно управление – изпълнителния служител/директор. Ahmadjian and Okumura (2006) отбелязват, че към 2002 г. подобна система е въведена от 34% от регистрираните на борсата фирми. Авторите коментират, че независимо от намерението на фирмите при преминаване към тази система да подобрят корпоративното си управление чрез разделяне на изпълнителните и надзорните функции, нейното въвеждане рядко е съпровождано от значително увеличаване броя на независимите директори, като по този начин тя е система, в която „вътрешни лица осъществяват надзор над други вътрешни лица” (р. 141).

Nakamura (2011, р. 197) отбелязва, че директорите, които са напълно външни за дадена компания (т.е. не произхождат от фирми, които са дългосрочни делови партньори на компанията), биха били по-малко приемливи в Япония. Причината за това е, че те не биха могли да осъществяват достатъчно компетентен надзор поради непознаване на сложните междуфирмени отношения и специфичните ръководни практики, характерни за дадената фирма и типични за японската делова среда. С това се обяснява сравнително малкият дял на външни директори (вж. табл. 6).

Таблица 6

Дял на външни директори в японските корпорации

	2,012 регистрирани фирми	30 фирми с комитети към СД	1,122 фирми с традиционни СД
% външни	1.81	4.97	1.57
% изпратени от банки	1.09	1.83	1.04
% изпратени от контролираща фирма	1.28	1.37	1.24

Извадка: Фирмите регистрирани в първо и второ отделение на Токийската фондова борса през август 2005 г.

Източник: Nakamura (2011, р. 200).

Данните от табл. 7 за нарастващ брой на фирмите, в които се увеличава дялът на външните директори, може да се обясни с включването на представители на компании-партньори, тъй като законът не отхвърля такава възможност.

Таблица 7

Котирани на борсата фирми, в които се увеличава дялът на външни участници в
Съвета на директорите

Година	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Фирми с увеличен дял на външни участници в СД	7	20	33	60	73	92	114	128
Брой фирми в извадката	639	635	634	630	622	605	589	581

Извадка: Подбрани са фирмите (регистрирани на Токийската фондова борса), чийто Съвет на директорите се е състоял от повече от 15 члена, а дялът на външните участници в него е бил под 30 % през 1996 г.

Източник: Nakamura (2011, p. 201).

В случаите, когато се привличат наистина независими външни директори, причината може да се търси в техния потенциал да привнесат в компанията допълнителни знания и умения, с които вътрешните лица и деловите партньори не разполагат. Подобна допълняемост би повишила фирмената ефективност.

Според японското законодателство, фирмите могат да изберат дали да запазят традиционната си система на Съвета на директорите с финансови ревизори, или да преминат към новата система с комитети. Огромното мнозинство от тях решават да запазят съществуващата система. Според данни, публикувани в Ahmadjian and Okumura (2006, p. 138), само 60 котиращи на борсата фирми (от които 18 члена на групата на Хитачи) са предпочели да възприемат системата на СД с комитети. Авторите смятат, че няма изгледи тези цифри да се увеличат съществено в близко бъдеще. Подобно на съпротивата за назначаване на напълно външни директори в традиционните Съвети на директорите, Nakamura (2011) обяснява и малкия брой на фирмите, предпочели новата система, с непознаването от тяхна страна на специфичните за дадената фирма сложни делови практики, базирани на дълготрайни отношения. А създаването на комитети към СД изисква назначаването на значително количество външни за фирмата директори.

Таблица 8

Сравнение на резултатите на фирми с различни системи на Съвета на директорите

	Пазарна стойност на 28 юни 2002 г.	Пазарна стойност на 30 юни 2005 г.	Прираст на приходите от продажби, 2002–2004	Прираст на нормалната печалба, 2002–2004
Нова система с комитети (31 фирми)	166,948 млрд. йени	162,256 млрд. йени (–2.8%)	7.1%	36.9%
Традиционната система с фин. ревизори	2 689,191 млрд. йени	3 431,376 млрд. йени (+27.6%)	9.2%	51.7%

Извадка: Фирмите, регистрирани на Токийската фондова борса (първо отделение).

Източник: Nakamura (2011, p. 201).

Изводи от емпирични изследвания, цитирани в Nakamura (2011, р. 205) показват, че наличието на такива директори води до по-добри резултати за съответните фирми, докато същото не може да се потвърди при въвеждането на системата с комитети. Подобни резултати са представени и в табл. 8 и те могат да се обяснят със затрудненията, които комитетите, доминирани от независими външни директори, изпитват поради силно изразената специфика на фирмената дейност в Япония.

*

Представените данни не позволяват да бъде отхвърлено твърдението, изразено като хипотеза I, а именно – измененията в Съветите на директорите (създаване на комитети и привличане на независими директори) не са от съществено значение за подобряване на КУ в Япония. Изглежда по-важно е да се постигне реално разделение между надзорните и изпълнителните функции, независимо от възприетата структура на СД.

Прилагане на схеми за материално стимулиране на ръководителите

Wall Street Journal (2010) публикува коментар, че „възнаграждението в Япония се разглежда просто като разход при извършване на делова дейност, докато на Запад то често се използва за постигане на по-високи резултати от нея.” От публикация на Watson Wyatt става ясно, че и в края на първото десетилетие на XXI век общото количество на възнаграждението на ръководителите на големите компании в страната остава на най-ниско равнище сред индустриализираните държави (Watson Wyatt Worldwide, 2009, р. 14), като дялът на компонентите, обвързани с финансовите резултати на фирмите е също значително по-малък – около 30%. При компаниите от останалите страни, включени в изследването този дял е над 50% (пак там, р. 15).

Опциите за закупуване на акции, въведени едва през 1997 г., са ново допълнение сред компонентите на възнаграждението в Япония, зависещи от финансовите резултати. Поради това е интересно да се проследи тяхното въздействие върху мотивацията на ръководителите.

Ефекти от прилагането на опции за закупуване на акции (ОЗА)

Резултатите от изследване на института *RIETI* (Morikawa, 2012) към Японското министерство на икономиката, търговията и индустрията (*МИТИ*) позволяват да се твърди, че законовото регламентиране на ОЗА през 1997 г. и последвалите го допълнителни правни реформи са допринесли за нарастване на производителността на японските фирми. В него е извършен анализ на връзката между използването на опции за закупуване на акции (ОЗА) и производителността, като се използват панелни данни на фирмено ниво от проучването на *МИТИ* “Basic Survey of Japanese Business Structure and Activities”.⁶

⁶ <http://www.meti.go.jp/english/statistics/tyo/kikatu/>

Изследването установява, че броят на фирмите, които въвеждат *ОЗА* се увеличава от 1997 г. до средата на първото десетилетие на XXI век, като след това се стабилизира или се наблюдава леко понижаване. Данните към 2012 г. са за около 1500 фирми, което представлява 5-6% от фирмите, включени в проучването на Министерството на икономиката, търговията и индустрията (МИТИ).

Резултатите от иконометричното изследване показват, че след въвеждането на *ОЗА* от дадена фирма нейната производителност нараства стабилно. Общата факторна производителност (*ОФП*) се увеличава с 5-8%, а производителността на труда (*ПТ*) с 5-10%, когато се отчитат фиксираните ефекти за фирмите и ендегенността на *ОЗА*. Темпът на растеж на производителността се ускорява след въвеждането на *ОЗА* и продължава да се покачва всяка следваща година.

Обработката на данните също подсказва за евентуална връзка между увеличаването на инвестициите в научноизследователска и развойна дейност (*НИРД*) и прилагането на *ОЗА*. Научоемкостта (инвестициите в *НИРД*/общите продажби) се повишава след въвеждането на *ОЗА*.

*

Представените резултати за въздействието на ОЗА върху финансовите показатели на компаниите подкрепят предположението, представено като хипотеза II, т.е. засилването на ролята на схемите за материално стимулиране на директорите в Япония оказва положителен ефект върху резултатите на фирмите.

Изменения в традиционните външни механизми за корпоративно управление

Развитие на пазара на корпоративен контрол: нарастване на дейността по сливания и придобивания

Преди 80-те години на XX век не само враждебни придобивания, но дори договорени ("приятелски") широкомащабни сливания са почти непознати в Япония. Минималният брой по-значими сливания се оказват финансово неизгодни. Една от главните причини за това са трудностите да се интегрират две високоспецифични управленски системи, особено в областта на управление на човешките ресурси. Новото законодателство позволява по-голяма гъвкавост при реорганизация на стопанските единици, която може да доведе до по-голяма ефективност на сливанията на различни предприятия.

Едновременно развитие на процесите на дерегулация и на глобализация на финансовите пазари в съчетание с намаляващите банкови гаранции принуждава корпоративните кръгове в Япония след 80-те години да поставят на преден план рентабилността и възвращаемостта от инвестирания капитал. Като част от този процес значително се увеличава от 90-те години на XX век както броят на фалитите, така и на сливанията и поглъщанията. Основна характеристика на новата ситуация при сливанията и поглъщанията е безпрецедентното нарастване на броя чуждестранни придобивания на японски компании, които достигат своя връх през 2007 г. Въпреки това, независимо от рекордния 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. Nakamura (2011, р. 207) цитира данни за първите шест месеца на 2007 г., според които по стойността на регистрираните сливания и придобивания Япония със сума от 81,3 млрд. щ. долара се нарежда едва на 9-то място след САЩ (1 372.7 млрд. щ. дол.), Обединеното кралство (632.3 млрд. щ. дол.), Испания (217.6 млрд. щ. д.), Италия (208.5 млрд. щ. дол.), Канада (185.4 млрд. щ. дол.), Франция (159.9 млрд. щ. дол.), Германия (155.1 млрд. щ. дол.) и Австралия (110.4 млрд. щ. дол.).

Нежелани (враждебни) поглъщания

В Найденов (2005, с. 142) са споменати няколко пропаднали опита за враждебни поглъщания. Други примери за неосъществени нежелани изкупувания (превземания) или нежелани оферти за изкупуване са опитът на Oji Paper да погълне Hokuetsu Paper, на Rakuten да поеме управлението на Tokyo Broadcasting System, действията на Livedoor за придобиване на Nippon Broadcasting System, както и на Steel Partners да придобият няколко фирми. Когато тези пропаднали опити се разглеждат във връзка с няколко успешни сделки, инициирани от чужди 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 от края на 90-те години на миналия век ръководителите на японските компании вече не са напълно застраховани срещу заплахата от враждебно поглъщане или други нежелани атаки от страна на акционерите.

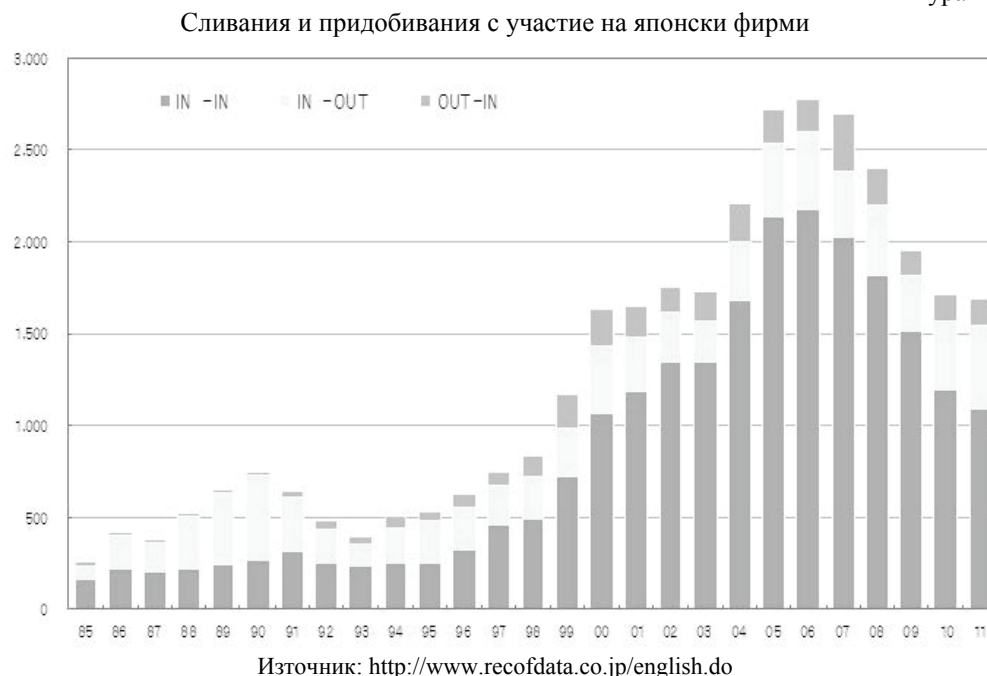
Договорени (приятелски) сливания и поглъщания

Както личи от фиг. 1, броят на сливанията и придобиванията с участие на японски компании достига максимум в средата на първото десетилетие на XXI век, като през следващите години намалява. Подобно явление може да се обясни с това, че с нарастване на заплахата от враждебно изкупуване японските фирми прибегват до т.нар. отровни хапчета – защитни механизми срещу нежелано придобиване. Такъв доказан защитен механизъм в японската практика е кръстосаната акционерна собственост.

Данните от табл. 3 позволяват да се предположи за наличие на връзка между тези два процеса – именно след нарастване на кръстосаната акционерна собственост се наблюдава затихване на процеса по придобивания на японски компании.

Редица емпирични изследвания, цитирани в Nakamura (2011, р. 207) показват, че нетният ефект от сливанията и придобиванията след 1990 г. е отрицателен, както и в периода преди това. При сливания, когато и придобиващата, и придобитата фирма са от една корпоративна група, все пак възвръщаемостта за първата е положителна величина.

Фигура 1



Резултатите от подобни изследвания могат да се приемат като подкрепящи в основни линии хипотеза III, която гласи, че враждебните превземания няма да намерят широко разпространение в Япония, но приятелските сливания и придобивания ще имат положително влияние върху фирмената ефективност.

Наkamura предполага, че липсата на враждебни изкупувания пречи в Япония да се постигне по-висока ефективност при фирмените сливания и придобивания.

Измененията в японската система на КУ и разкриване на информация

Следвоенният японски модел на КУ не се свързва с особено високо ниво на прозрачност пред широката общественост. След 1990 г., когато настъпват значителни изменения в системата на КУ, е интересно да се проследи, как реформите се отразяват на разкриването на информация и прозрачността на японските фирми. Във връзка с това Aman, Beeks, and Brown (2011) изследват влиянието на някои характеристики на КУ върху повишаване на прозрачността на корпоративната дейност и ефективността на надзора върху ръководствата на японските фирми. Конкретните елементи на КУ, които са обект на проучване, са включени в три групи: (1) *организацията на СД* – размера и състава на Съвета на директорите, (2) *поведението на СД* – схемите за материално стимулиране и собствеността на

директорите. Търси се също въздействието на (3) *структурата на собствеността* на японските фирми върху разкриването на информация и нейната достоверност.

Според авторите, фирмите, притежаващи “добро” корпоративно управление са със следните характеристики по групи: (1) по-малобройни Съвети на директорите; повече “външни” директори; по-малък брой директори, които едновременно са членове на *СД* и на други фирми; (2) по-голямо участие на директорите в собствеността на компанията; прилагане на дългосрочни схеми за стимулиране (предоставяне на *ОЗА*); (3) повече институционални и чуждестранни инвеститори; по-нисък дял на “стабилни” акционери (компании, с които членуват в едно и също сдружение). Съответно, обратните характеристики са признак на “лошо” корпоративно управление.

Показателите за прозрачност включват количеството на разкриваната информация, нейното качество и достоверност (брой на предоставените на борсата документи; брой на анализаторите, изследващи показателите на дадена фирма; по-точни прогнози на анализаторите на основата на разкритата информация; по-бързо отражение на информациите, които са свързани с годишните приходи на фирмата, в цената на нейните акции).

В резултат на изследването се установява, че фирмите, които разкриват по-голямо количество информация притежават “добрите” характеристики от групите (1) и (2). Изненадващо е, че фирмите с “добри” характеристики от група (3) предоставят по-малко количество информация на пазарните участници. Заключение на авторите е, че традиционната следвоенна структура на собствеността в Япония насърчава разкриването на информация и се проявява като ефективно дисциплиниращо средство.

Фирмите с “добри” характеристики, включени в групи (1), (2) и (3) предизвикват и по-голям интерес от страна на анализаторите, като при тези с (2) и (3) оценките са по-точни, макар и по-песимистични. При фирмите с “добри” характеристиките в група (1) прогнозите са по-оптимистични и по-неточни, като има разминаване в оценките на отделните анализатори.

Отразяването на информацията за резултатите на компанията в пазарните цени на акциите отнема по-дълго време при фирмите с “добри” характеристики и от трите групи, особено от група (2).

Изследователите провеждат допълнително и анализ на влиянието на *СОБ* върху разкриването на информация. Те откриват, че фирмите, свързани с *ОБ* се характеризират с по-висока степен на разкриване на информация, по-бързо отражение на последната в цените на акциите и по-малко разминаване в становищата на финансовите анализатори.

Представеното изследване очаквано потвърждава предположението, издигнато като хипотеза IV, особено във втората му част. Повишаването на прозрачността и разкриването на информация от фирмите има положителен ефект върху всички фирми, независимо от възприетата система на КУ. Положителният ефект идва от увеличеното доверие от страна на инвеститорите, а прозрачността, както се

оказва, не е прерогатив само на американския модел. Основни елементи на традиционната японска система на КУ спомагат за постигането на по-висока степен на разкриване на информация.

Увеличаване на многообразието на системите за КУ в японските фирми⁷

В условията на глобализация и дерегулация сравнително хомогенната следвоенна японска система на КУ е подложена на значителни преобразувания. Те довеждат до увеличаване на разнообразието ѝ, но не я свеждат до американския модел. В същото време не се запазва и предишната система. Подобни изводи се налагат от изследване на Jackson и Miyajima (Jackson and Miyajima, 2007), обхващащо 867 фирми от 1-во и 2-ро отделение на Токийската фондова борса. Техният клъстерен анализ обособява три основни групи фирми според системите им за корпоративно управление. Характеристиките, по които се класифицират фирмите са: начинът на финансиране, съставът на Съвета на директорите и типът на заетост. В единия край на спектъра на финансиране са фирмите, разчитащи в по-голяма степен на капиталовите пазари и „външни“ акционери, докато в другия – тези, които прибягват основно до банкови заеми и имат „вътрешни“ акционери (банки и корпорации). При Съветите на директорите от едната страна са фирми, за които е характерно разделяне на собствеността от ръководството, наличие на външни директори и висока степен на разкриване на информация, а от другата – фирми с „вътрешни“ директори и недостатъчна прозрачност. В областта на наемните отношения вариациите са от явни договори за определен срок, заплащане според резултатите и опции за закупуване на акции, до неявни ангажименти за дългосрочно наемане и системи на заплащане в зависимост от прослуженото време.

Към първата основна група (наречена „хибрид от 1-ви тип“) Jackson и Miyajima отнасят корпорациите, които съчетават финансиране на пазарен принцип и дългосрочно наемане на работна сила. Те представляват 23% от изследваните фирми, но в тях работят 67% от всички заети. Това са в голямата си част утвърдени компании (като Toyota и Canon) със сравнително високи печалби и водещо положение сред японските фирми. Те правят опити да видоизменят системата за дългосрочно наемане и да реформират Съветите на директорите си.

Втората основна група („хибрид от 2-ри тип“) се характеризира с „обвързано“ (непазарно, базирано на отношения) финансиране и пазарно наемане на работна сила. Техният дял е 21% от изследваните фирми, а заетите в тях са 10% от общото количество. Това са предимно новоосновани фирми, ръководени от създателите си и постигащи високи резултати от дейността си.

В третата група са включени традиционните японски фирми с „обвързано“ (непазарно, базирано на отношения) финансиране и дългосрочно наемане на работна сила. Повечето от фирмите в тази група разчитат на финансиране от банките, акциите им се притежават от „вътрешни“ лица, в Съветите на директорите им не участват

⁷ Следващото изложение е съкратено представяне на материал от: Miyajima (2009).

независими членове, а наемните отношения се основават на т.нар. доживотна заетост. Техният брой представлява 26% от фирмите в извадката, а дялът на заетите в тях е 11%.

Изследването на Jackson и Miyaјima показва, че измененията в японския модел водят до двойственост в системата на КУ в Япония. Множество фирми се преобразуват в „хибриден“ тип, като запазват някои от основните характеристики на модела на „обвързаността“. Освен това, въпреки че има и фирми, действащи според принципите на американския модел, основната част от „нехибридните“ компании запазват традиционния японски модел на корпоративно управление.

Глобалната финансова криза и перспективите за развитие на КУ в Япония

Съвременната глобална финансова криза представлява външен (екзогенен) шок върху японската икономика и в този смисъл КУ в страната не може да се разглежда като пряка причина за разгръщането на кризата. Резкият икономически спад там е обусловен от силното намаляване (срив) на износа. Освен това, очаква се финансовата криза да окаже значително въздействие върху развитието на КУ в Япония. Образувалите се в резултат на реформите след кризите от 90-те години на миналия век хибридни форми в организацията на корпоративното управление най-вероятно ще претърпят изменения. Miyaјima предлага разсъждения върху същността и възможните посоки на еволюция на всеки един от хибридните модели.

Фирмите, отнесени към „хибрид от 1-ви тип“: пренастройване на управленските механизми

Фирмите от тази група имат най-важен принос за растежа през периода 2002-2007 г., който се подхранва от увеличаване на износа. Те са водещи и в иновациите. ГФК оказва силно отрицателно въздействие върху тях. Miyaјima твърди, че тя може да повлияе системите им за КУ по два начина.

Първо, кризата извежда на преден план преустройството на вътрешните им организационни управленски системи. По време на стопанското оживление (от около 2003 г.) тези фирми навлизат активно на чуждестранни пазари чрез сливания и придобивания и постигат растеж чрез създаване на холдингови компании и разширяване на своите корпоративни групи. Стратегията на корпоративните групи цели да се постигнат икономии от мащаба и обхвата, като се запази системата на „доживотно“ наемане в рамките на групата, позволявайки в същото време на отделните фирми от нея да прилагат гъвкави системи на заплащане. В рамките на тези групи значение като проблем на КУ, освен отношенията между ръководителите и външните инвеститори, придобива и сътрудничеството между холдинговата компания и филиалите, както и между централното управление и вътрешните организационни подразделения. Намаленото търсене в резултат на ГФК ще принуди

групите да преразгледат сферите си на дейност и да преустроят системите си за вътрешен контрол.

Второ, „хибридите от 1-ви тип“ ще трябва след затихване на кризата да предприемат действия по управление на отношенията си с външните инвеститори. Потенциален източник на нестабилност за тези фирми е фактът, че техните системи са основани на два противоположни принципа – зависимост от дисциплината на капиталовите пазари, вкл. упражняване на глас от институционалните инвеститори, от една страна, и поддържане на системата на доживотно наемане, от друга.

Съветите на директорите, които са контролирани изключително от вътрешни лица, могат да допринесат за по-гладко ръководство на вътрешноорганизационните структури, като се имат предвид дългосрочните отношения между техните членове. От гледна точка на външните инвеститори обаче подобен контрол от вътрешни лица се характеризира с липса на прозрачност и поставя вътрешните интереси в привилегировано положение. Привличането на външни директори е едно от средствата за смекчаване на този проблем. Отчитайки, че външния пазар за ръководителски труд в Япония е недостатъчно развит, възможностите да се наемат качествени външни директори са значително ограничени.

От гледна точка на вътрешните лица в корпорациите, придържащи се към системата на дългосрочно наемане набирането на средства от капиталовите пазари е потенциален източник на нестабилност, тъй като той е свързан с външния пазар за корпоративен контрол. Институционалните инвеститори биха могли да приемат предложение за изкупуване, когато на тях са им гарантирани добри премии, дори и в случай, че то не би се отразило благоприятно върху бъдещата стойност на компанията. За да се предпазят от подобна заплаха, компаниите могат да предприемат мерки за защита от поглъщане (превземане), но това би довело до засилване на вътрешния контрол и в областта на финансирането.

ГФК предизвиква срив на фондовите пазари. На японските борси чуждестранните институционални инвеститори, водени предимно от финансови подбуди (причини), продават масово акциите си от фирмите, отнесени към хибрид от 1-ви тип. По този начин се засилва спада на техните цени. Силните колебания в цените на акциите им поставят тези фирми пред сериозен избор относно модела, който ще възприемат – дали да продължат да включват външни членове и да извършват други реформи в *СД*, или да се върнат отново към практиката на привличане на стабилни акционери.

Фирмите, характеризирани като „хибрид от 2-ри тип“: промяна на стратегиите

Вредата, който тези фирми понасят от *ГФК* е предимно от финансово естество. Според Miyaajima кризата може да повлияе върху два аспекта от развитието на корпоративното им управление.

Първият е свързан с преработване на техните финансови стратегии заради трудностите, които те изпитват при набиране на средства от капиталовите пазари. Рязкото свиване на новите пазари за *ППП* се дължи до голяма степен на липсата на

доверие към предприемачите, които създават нови компании. Причините за това се крият в безразсъдното поведение на ръководителите, недостатъчното разкриване на информация и на неспособността им да наложат вътрешни системи за контрол. Участниците на пазарите за *ППП* очакват от тези компании да подобрят своето *КУ* чрез въвеждане на подходящите правила, за да започнат отново да инвестират в тях.

Вторият аспект засяга влиянието на кризата върху цялостните стратегии на фирмите, отнесени към тази група. За тях са характерни наемане и заплащане на пазарен принцип, но външните им механизми за *КУ* не са чисто пазарни. Един от възможните варианти за промяна е засилването на пазарната ориентация при корпоративното финансиране, но, както беше отбелязано, *ГФК* намалява вероятността за неговата реализация. Противно на общоприетото схващане, че именно капиталовите пазари са предпочитаният източник на средства за високорисковите вложения в областта на информационните технологии, в Япония банковите заеми играят важна роля дори за нововъзникващи компании. Стагнацията на пазара за *ППП* допълнително засилва значението на банките. Очаква се чрез тяхното участие да се подобри и *КУ* на новите фирми. При запазване на непазарните принципи на финансиране, друг предполагаем сценарий е развитието на трудовонаемните отношения в посока към „обвързване” и дългосрочност.

Фирмите с традиционно японско корпоративно управление: активно преустройство

Последствията от глобалната криза са най-сериозни за фирмите, които са запазили традиционната японска система за *КУ*. Резкият спад на продажбите извежда на преден план проблемите с високия дял на заемите в структурата на тяхното финансиране. Това обуславя необходимостта за активното им преустройство. Миаџима очаква техните системи за *КУ* да се развият в две направления.

По-голяма роля за правителствените органи и финансови институции

При част от тези фирми проблемът с прекомерните нива на задлъжнялост се изостря по време на рецесията след банковата криза от 1997 г. Едва от 2003 г. обаче те започват същинско преустройство чрез сливания и придобивания, а също и като участват в други обществени и частни начинания. Стопанското оживление през този период позволява на някои фирми да отложат необходимите мерки и на практика те не постигат намаляване на високата си задлъжнялост. Тъй като мегабанките, образувани в резултат на преустройството на банковия сектор повишават изискванията си по отношение на заемополучателите, фирмите поддържат дейността си чрез заеми от регионални банки или, както е случаят на компанията *Japan Airlines (JAL)*, от финансови институции, свързани с правителството. Тъй като *ГФК* засилва натиска върху тези фирми, Миаџима предполага, че правителството ще се намеси активно в техните планове за преустройство.

Възвръщане на основополагащите функции на банките в японското КУ

Традиционната водеща роля на банките в следвоенния модел на КУ в Япония е разклатена по време на банковата криза от 1997 г. и в периода след това, когато основното внимание е насочено към изчистване на огромното количество необслужвани заеми. Този процес приключва около 2004 г. и банките са в състояние отново да поемат ролята на надзорник в системата на КУ на японските фирми. Той изтъква две условия, необходими за могат те да изпълняват пълноценно тази функция: (1) повишаване качеството на оценката на кредитния риск; и (2) обвързване с фондове за изкупувания и консултантски компании.

Първото условие е свързано с факта, че през един продължителен период от началото на 90-те години на XX век банките са били съсредоточени върху решаване на проблема с необслужваните кредити. Поради това, техните служители не са развивали уменията си да пресяват нови кандидати за кредити. За да могат да заемат отново мястото си на център за сбор и обработка на информация за фирмите, важно е да се обърне внимание на способностите на банките да оценяват кредитоспособността на своите корпоративни клиенти.

Второто условие се основава на неизбежността от фирмени преустройства в една следкризисна среда. Корпорациите, изпитващи финансови затруднения ще се нуждаят от изготвяне на планове и нови бизнес модели с цел да се подсигури създаването на нова стойност. Специалисти в тази дейност са фондовете за изкупувания и консултантските компании, които се развиват ускорено в периода след 1990 г. Банките, които през същото време са развили умения за подобряване на финансовите баланси чрез продажби и съкращаване на разходи, могат да изпълняват водеща роля в корпоративното управление като използват натрупаните от консултантските фирми и фондовете за изкупувания познания и опит чрез сключване на съглашения или съдружие с тях.

Основни тенденции в съвременното японско корпоративно управление и изводи за България

Съвременни тенденции в развитието на КУ в Япония

От 90-те години на XX век в системата за корпоративно управление започват да се осъществяват значими промени. Акционерите получават повече възможности да защитават своите права чрез изменения на законодателството, които улесняват достъпа им до информация за дейността на фирмата и до правосъдие. По-голямата активност на акционерите в отстояване на своите интереси е показател за готовността им да се възползват от новата нормативна среда. Тази активност е резултат и от **променената структура на акционерната собственост**. Значително е увеличен дялът на вътрешните институционални и индивидуални акционери, и особено – на чуждестранните инвеститори, които поставят акцент на доходността от вложенията си. Сред институционалните инвеститори в Япония се създава нагласа да оказват натиск върху фирмените ръководства за постигане на по-добри резултати, или да

продават притежаваните от тях акции, когато получават изгодни предложения. Поради това, ясно изразена тенденция в съвременното японско корпоративно управление е **издигането във по-висок ранг на интересите на акционерите** в сравнение със системата до 90-те години. Тази група несъмнено изпъква в приоритетите на корпоративните ръководства от последното място в редицата на заинтересуваните лица, като е поставена непосредствено до служителите и деловите партньори.

Данните за структурата на собствеността и преустройството на банковия сектор очертават **намаляването на ролята на банките** в акционерната собственост, надзора и контрола над японските дружества като още една от съвременните тенденции в японското корпоративно управление.⁸

Друга характерна тенденция за това управление е значително **увеличената интензивност на дейността по фирмени сливания и придобивания**, чийто брой е особено висок в средата на първото десетилетие на този век. В огромната си част обаче те са договорени (“приятелски”) сливания и емпиричните изследвания не установяват положителен ефект върху резултатите на участващите фирми. Това ограничава в определена степен тяхното значение като механизъм за контрол над корпоративните ръководства. Освен това, макар и минимални като брой и често неуспешни, самото наличие на враждебни поглъщания и борби за пълномощия е знак за промяна. До голяма степен техният неуспех се дължи на безусловната подкрепа на банките и институционалните инвеститори за съществуващото ръководство при появата на нежелания купувач.

Все пак заплахата от враждебно изкупуване е твърде осезаема за висшите ръководители на японските корпорации, като това довежда до очертаване на друга тенденция в корпоративното управление в Япония през втората половина на последното десетилетие, а именно – **възраждане на мрежата от отношения на кръстосана акционерна собственост**. След 1997 г. се наблюдава процес на съкращаване на взаимното владение на акции между компаниите, при който участието на банките в тази мрежа значително намалява. Това явление се проявява в по-слаба степен при нефинансовите корпорации, като след 2005 г. отношенията на кръстосана акционерна собственост между тях се засилват. Съпоставянето на данните за сливанията и придобиванията, от една страна, и за кръстосаната собственост, от друга, позволяват да се направи предположение за наличие на връзка между тях, тъй като възстановяването на кръстосаната собственост се ускорява именно след пика на дейността по сливания и придобивания и нарастването на заплахата от враждебно изкупуване. Тази собственост се разглежда като типично японско “отровно хапче” – средство за защита от нежелано поглъщане. Така ръководствата на японските фирми все още остават изолирани от натиска на пазара за корпоративен контрол, като някои изследователи смятат, че по този начин системата на корпоративно управление се лишава от един важен фактор за нейното съвършенстване.

⁸ За развитието на тази тенденция през 90-те години на XX век вж. Найденов (2004).

Като съвременна тенденция в японското корпоративно управление може да се отбележи и **разширяването на многообразието от механизми за корпоративно управление**, прилагани от различните фирми или групи от фирми. Наред с традиционните за следвоенния период вертикални и хоризонтални сдружения, реформираното законодателство позволява и образуването на холдингови структури. Фирмите могат да избират и между различни формати на Съвета на директорите, но все още относително малък брой фирми са преминали от предишната система на щатни финансови ревизори към подобна на американската система на специализирани комитети с преобладаващо участие на външни директори.

Въпреки че ръководствата на значими японски фирми и на съвременния етап оперират в рамките на почти същата система от стимули като тази от преди 1990 година, всяка фирма, която реши да се възползва от новите правила, може да организира деловата си дейност по най-ефективния начин и да постигне растеж. Преустройствата, които се извършват въз основа на тези нови правила, водят до разнообразяване на използваните от японските фирми механизми за корпоративно управление. В резултат на това се обособяват три групи фирми, използващи съответно: 1) пазарни външни и непазарни вътрешни механизми за контрол (хибрид от 1-ви тип); 2) непазарни външни и пазарни вътрешни (хибрид от 2-ри тип); и 3) непазарни външни и непазарни вътрешни (традиционната японска система). Четвъртата възможна комбинация – пазарни външни и пазарни вътрешни механизми за контрол намира приложение в изключително малък брой фирми.

ГФК оказва значително въздействие върху еволюцията на КУ в Япония. Движещите сили на промяната от системата на вътрешни лица към пазарна система (институционални инвеститори, застрахователни фондове, частни акционери) могат да загубят своето значение като такива. Основните промени след кризата могат да се проследят в три направления.⁹

Първо, *засилена роля на правителството*. Поемайки инициативата за корпоративно преустройство и гарантирайки заемите за традиционните японски фирми; повишен контрол върху (регулиране на) капиталовите пазари при фирмите от хибрид от 2-ри тип; придобиване на акции от държавни структури при фирмите от хибрид от 1-ви тип. Преустановяването на подобна държавна намеса може да се окаже по-трудно, отколкото се предполага.

Второ, *значителна роля за банките в преустройството на корпоративното финансиране и управление*. Като основен надзорник за традиционните японски фирми; като подходящ източник на финансиране за фирмите от хибрид от 2-ри тип, но с нов тип обвързаност, различен от ОБ, основан на явни договори.

Трето, *възстановяване в определена степен собствеността на вътрешните лица* – и заетите и дружествени корпорации, сред фирмите от хибрид от 1-ви тип, като сериозна алтернатива на държавната и банкова собственост.

⁹ Тези изводи са взимствани от: Miyajima (2009).

След подобни промени системата на КУ след кризата може да придобие изцяло различен облик в сравнение с предкризисния период.

Изводи за българското КУ

Продължителната икономическа криза в Япония през 90-те години на XX век съвпада с период на стопански подем в САЩ, определен като етап на "новата икономика" – икономика, основана на бурното развитие на информационните и комуникационните технологии. Това е също и период на възход на неолибералната идеология след смяната на политическите и стопанските системи в страните от Централна и Източна Европа. Подобно глобално обкръжение оказва силен натиск за промяна върху японската система за корпоративно управление, като се приеме модела, характерен за САЩ. Започналата през това десетилетие реформа в Япония е свързана с приемане на закони, които поставят на първо място правата на акционерите и максимизирането на акционерната стойност, създават условия за конкуренция на пазара за корпоративен контрол и за разкриване на информация и прозрачност относно дейността на фирмите. Така законодателството въвежда необходимите правни норми и институции за преминаване на японските компании към американския модел за корпоративно управление.

Въпреки благоприятната нормативна база, нейното прилагане се оказва избирателно и неравномерно. Това се дължи на сблъсъка на западните либерални норми, съдържащи се в реформираното законодателство, с нормите, характеризиращи японските поведенчески традиции. На първо място тук се отнася колективизмът – поведение, ориентирано към групата, което в областта на корпоративното управление намира израз в създаването на междуфирмените сдружения. Друга важна група норми е свързана с постигането на съгласие, единомислие (консенсус) и избягването на открито противопоставяне. Тяхното спазване би могло да насърчи извънсъдебни споразумения и прикриване на информация. Посочените норми са свързани и с характерния за Япония подход при корпоративното управление, търсещ баланс между интересите на всички заинтересувани лица (служители, доставчици, клиенти, кредитори и др.), а не извеждането на преден план на характерния за акционерите стремеж за максимална печалба от инвестираните средства.

Японският опит за пореден път потвърждава тезата, че ако елементите на система, която е успешна в определена институционална среда, бъдат приложени при значително различаващо се обкръжение, то ще се стигне до разминаване между първоначално поставените цели и постигнатите резултати. Прилагането неизбежно ще бъде частично, поради съпротивата на неформалните институции, а това може да доведе до несъвместимост между нововъведените и съхранените от предишната система елементи.

Въпреки това, отчитайки японския опит от последните две десетилетия и международното обкръжение за развитието на корпоративното управление, може да потвърдим валидността на изводите от предишно наше проучване на

международното корпоративно управление¹⁰ по отношение България. Изследването на японските реформи ни позволява да добавим към тези изводи още няколко насоки за развитие на българската система на корпоративно управление.¹¹

В Япония корпорациите се определят като социални институции. Поради мащаба на дейността им те засягат огромни маси от населението и са ключови играчи както в националното стопанство, така и глобално. По тази причина на фирмата се отнежда **мисията** да оползотворява ефективно обществените ресурси, отчитайки интересите на широк кръг от заинтересувани (засегнати) лица – работниците и служителите, доставчиците, клиентите, местните общности и т. н. Българското общество би възприело по-лесно възгледът за социалната роля на фирмата. Въпреки изобилието от случаи на използване на компаниите като средство за лично облагодетелстване от страна на техните собственици или ръководители, преобладаващата нагласа сред гражданите е, че съвременното производство има обществен характер, корпорациите имат отговорност към обществото и дейността им не трябва да бъде насочена единствено към осигуряване на печалбата за акционерите. Имайки предвид типичната за японските корпорации мисия и нейната приложимост в България, съвсем естествено е в *КУ* да се включват и споменатите заинтересувани страни.

Характерът на взаимоотношенията в дадена държава зависят от съответната култура. В едни страни предпочитанията са към индивидуализъм и конкуренция, в други, към които се отнася и Япония, – към колективизъм и сътрудничество. В българските условия най-целесъобразно е да се намери баланс между тези две тенденции, тъй като те присъстват равноправно в културата на страната ни.

За англо-американския модел приоритет е създаване на стойност за акционерите. Едногодишният **времеви хоризонт за инвестиране**, определен от стремежа да се демонстрират резултати на Общото събрание не стимулира осъществяването на дългосрочни вложения, чието изплащане би отнело няколко години. При алтернативните модели, сред които важно място заема японският, фирмите имат възможност да реализират дългосрочни проекти, тъй като интересите на акционерите се впитат в цялостната система от интереси на всички засегнати лица. Поради дългосрочната обвързаност на последните с корпорацията, нейните резултати се оценяват в рамките на един по-продължителен период. Подобен модел би бил полезен за развитието на българската икономика, тъй като ще позволи решенията за инвестиране в стратегически за страната отрасли да бъдат вземани на равнище на междуфирмени сдружения.

Често се изтъква, че пазарните системи за *КУ* олесняват реализацията на проекти с по-висока **степен на риск**, тъй като при тях кредиторите не оказват значително влияние върху ръководствата на фирмите. За японската система се приема, че заемодателите играят важна роля при корпоративното управление. Но това не

¹⁰ Публикувани в Найденов (2012, с. 414-417).

¹¹ Българската система не е обект на нашето изследване. В цитираната публикация и тук само насочваме вниманието към добри практики (по наше мнение), някои от които вече се прилагат в България, други присъстват в обсъжданията по темата, докато трети е възможно дори да са отхвърлени като неподходящи от съответните български компетентни органи и лица.

означава, че рискови проекти не могат да се реализират в японското стопанство или в страни, следващи японския модел. Финансирането им не е необходимо да се извършва от масовия акционер, а може да бъде поето от специализирани фирми и фондове, или отдели към финансови институции.

Японските реформи в областта на КУ потвърждават тезата, че за повишаване доверието на инвеститорите и постигането на по-голяма ликвидност на акциите е необходимо **фирмите да увеличават обхвата на публично обявяваните данни за своята дейност**.

Законовите норми, защитаващи правата на дребните акционери са съвместими с различните системи за КУ, и стремежът на нашата страна трябва да е насочен към ефективното прилагане на такива норми.

В една развита икономика с мощни корпорации банковите кредити заемат малък дял от общото **финансиране на деловата дейност**. Но в по-слабо развитите стопанства, към които се отнася и българското, банките могат да изпълняват важна роля като източник на финансови средства за компаниите. Подобна роля се обосновава и с факта, че фондовите пазари се характеризират с висока степен на спекулативност. Това води до по-голяма несигурност за инвеститорите, а също и за фирмите, които набавят капитал на тези пазари. В дългосрочна перспектива борсовата цена отразява истинската стойност на компанията, но краткосрочните колебания създават рискове, които стесняват кръга на потенциалните инвеститори.

*

Японският опит на реформи в корпоративното управление от последните две десетилетия показва, че пазарноориентираната система не е необходимо да се приема като единствения подходящ модел за следване в България, тъй като нейното превъзходство над алтернативните форми далеч не е безспорно. Важно е също да се има предвид влиянието на институционалната среда в страната и да се подберат такива „добри практики“, които са съвместими с нея.

Използвана литература

- Ahmadjian, C. L. and Okumura, A. (2006). Corporate Governance in Japan. – In: Mallin, C. A. (ed.) Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses. Oxford University Press.
- Aman, H., Beeks, W. and Brown, P. (2011). Corporate Governance and Transparency in Japan. Lancaster University Management School Working Paper 2001/016.
- Aman, H. and Nguyen, P. (2012). The size and composition of corporate boards in Japan. Asian Business & Management 11(4), p. 425-444.
- Hamao, Y., Kutsuna, K. and Matos, P. (2010). U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years. Working paper, <http://ssrn.com/abstract=1573422>.
- Jackson, G. and Miyajima, H. (2007). Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan. – In: Aoki, M., Jackson G. and Miyajima, H. (eds.). Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity. Oxford University Press, p. 1-47.

- Milhaupt, C. J. (2003). A lost decade for Japanese corporate governance reform?: What's changed, what hasn't, and why. Достъпен на: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442960.
- Miyajima, H. (2009). The Global Financial Crisis and the Evolution of Corporate Governance in Japan. Материал от: <http://www.booksandideas.net/The-Global-Financial-Crisis-and.html>
- Miyajima, E. and Nitta, K. (2011). Kabushiki shoyuu kouzou-no tayouka to sono kiketsu: Kabushiki mochiai-no kaishou/'fukkatsu' to kaigai toushika-no yakuwari. RIETI Discussion Paper Series 11-J-01, RIETI, Tokyo.
- Morikawa, M. (2012). Stock Options and Productivity: An empirical analysis of Japanese firms. RIETI Discussion Paper Series 12-E-011, February 2012.
- Nakamura, M. (2011). Adoption and policy implications of Japan's new corporate governance practices after the reform. – Asia Pacific Journal of Management 28(1), p. 187–213.
- Wall Street Journal. (2010). Shinsei Foreigners to Resign – Four Executives Expected to Leave After Japan's New Rule on Pay Disclosure. – Wall Street Journal, June 18.
- Watson Wyatt Worldwide. (2009). Executive pay practice around the world. Watson Wyatt, London.
- Найденов, Н. (2005). Следвоенната система за корпоративно управление в Япония и измененията в нея през 90-те години на XX век. – Икономически изследвания, N 3, с. 124-150.
- Найденов, Н. (1997). Многоотраслови сдружения на акционерни дружества – междуетаблициран модел на акционерна собственост. – Икономическа мисъл, N 1, с. 49-70.
- Найденов, Н. (1996). Нови механизми за контрол над фирмените ръководства в многоотраслови групировки на акционерни дружества. – Икономическа мисъл, N 1, с. 80-92.
- Найденов, Н. (2002). Корпоратизъм – нов тип социално-икономическа система. – Икономическа мисъл, N 5, с. 27-43.
- Найденов, Н. (2004). Системата на основната банка в Япония и кризата от 90-те години на миналия век. – Икономическа мисъл, N 5, с. 72-90.
- Найденов, Н. (2012). Международно корпоративно управление: глобалният компромис. – В: 20 години инвестиция в бъдещето (юбилейна международна научно-практическа конференция, 18-19 май 2012 г., Велико Търново), ГорексПрес, София, с. 410-418.