

КАПИТАЛОВ МОДЕЛ НА АКЦИОНЕРНА СОБСТВЕНОСТ

Представен е традиционният модел на акционерна собственост, наречен "капиталов", който съответства на англо-саксонския модел на корпоративно управление. Моделът е разгърнат чрез разглеждане на проблемите, породени от разделянето на контрола и собствеността при акционерната форма в светлината на главните теоретични течения, които ги засягат: 1) преминаването на контрола от собствениците към висшите ръководители, отразено в ръководителските теории; 2) конфликтите между акционерите и ръководителите и разрешаването им чрез разглежданите от теорията за представителството механизми за сближаване интересите на тези две групи, които включват вътрешните управленски органи и външните дисциплиниращи фактори; и 3) повишаване ефективността на фирмата чрез управленската ѝ структура, вътрешната ѝ организация, върху което се съсредоточава теорията за трансакционните разходи. Посочени са и традиционните механизми за контрол над акционерното дружество, а в заключение е дадено обобщение на модела.

JEL: B21; D23; G34

Определянето на разглеждания модел като "капиталов" отразява факта, че връзката между инвеститорите (акционерите) и фирмата (фирменото ръководство) се осъществява главно чрез инструментите на капиталовия пазар и инвеститорите са заинтересувани предимно от добрата възвръщаемост в краткосрочен план на вложените в такива инструменти средства (вложения капитал).

Характерно за капиталовия модел е разделянето на контрола от собствеността. Последното се обуславя от положението, че "[в] теоретичен план собствеността има две групи свойства. От една страна, тя е средство за творчество, производство и развитие. От друга страна, тя създава възможност за получаване на доход, за удовлетворение и потребление."¹

"В малкото предприятие, намиращо се във владение на един или малка група собственици, двете групи от свойства са съчетани в едни ръце. Собственикът използва притежаваното от него, за да твори, произвежда и подобрява. Накратко, той използва собствеността като капитал. Той също я използва за удовлетворяване на нуждите си и за удоволствие, с други думи - за своето потребление. Разнообразието на живота е събрано в едно цяло и различните свойства са взаимно преплетени.

Корпорацията на двадесети век се оказва великото средство, чрез което тези две групи свойства на собствеността са разделени едно от друго."²

До възникването на акционерната форма на фирмена организация функциите по вземане на управленски решения и поемане на остатъчните

¹ *Berle, A. A. The Twentieth-Century Capitalist Revolution. London: Macmillan & Co Ltd, 1955, p. 18.*

² Пак там.

рискове при влагането на средства са изпълнявани от ръководителя-собственик. Делимостта на собственическите права се проявява в акционерното дружество чрез специализиране на тези функции. Тъй като умението да се вземат добри управленски решения не е задължителна последица от притежаването на собственост или от готовността за поемане на рискове, специализацията на управленските и инвеститорските функции подобрява приспособимостта на отвореното акционерно дружество към промените в стопанската конюнктура.

Раздробяването на собствеността на дялове при акционерната ѝ форма заедно с ограничената отговорност на притежателите им и неограничената възможност за отчуждаване на тези дялове позволява рисковете на огромни инвестиции да се разпределят сред широк кръг от остатъчни претенденти, да се премахне зависимостта в даден момент на дохода на инвеститорите от непосредствените приходи на вложенията в материални активи и бъдещата доходност на тези вложения да се отчита чрез настоящата стойност на акциите, което прави осъществими инвестиционни проекти с по-дълъг период на изплащане. По този начин се откриват нови източници на капитал за бърз и дългосрочен растеж.

Основните теоретични течения по въпроса за разделянето на контрола от собствеността в акционерното дружество

Същевременно сложностите при упражняването на отделните функции, които съставят правата на собственост, както и свързаните с тях договорни ограничения са формирали схващането, че отделянето на контрола от собствеността в съвременното акционерно дружество подрива възможностите на системата на частна собственост да разпределя ресурсите за такава употреба, при която пазарните им стойности са най-високи. Колкото по-разпръснато е владееенето на акциите и колкото по-голямо е едно акционерно дружество, толкова по-високи ще бъдат разходите на всеки отделен акционер за осъществяване на задълбочен и ефективен надзор върху дейността на вътрешнофирменото ръководство.

Класиците за акционерното дружество

В основополагащата за икономическата наука творба “Богатството на народите” *Адам Смит* отхвърля акционерното дружество като делови механизъм, твърдейки, че отделянето на контрола от собствеността прави невъзможни ефективни операции.

“Но тъй като директорите на подобни компании управляват по-скоро чужди пари, отколкото свои собствени, от тях не може да се очаква да ги съхраняват с такава грижовна бдителност, с каквато съдружниците в частна компания съхраняват своите. Подобно на иконома на богат човек те са склонни да смятат вниманието към дребните работи за несъвместимо с честта на своя господар и затова лесно си го спестяват. Затова в управлението на работите

на такава компания трябва винаги да царят повече или по-малко небрежност и разточителство.”³

Джон Стюарт Мил характеризира това заключение като “едно от преувеличенията на верни правила, често срещани при Адам Смит”.⁴ Въпреки това той не оспорва верността на съждението. След изтъкването на предимствата на акционерните дружества Мил се заема с “другата страна на проблема”.

“[Е]дноличното ръководство има също много големи предимства пред това в акционерното дружество. Главното от тях е много по-живият интерес на ръководителите от успеха на начинанието.

Администрацията на акционерното обединение е в повечето случаи администрация от наемни служители. Дори ... членовете на Съвета на директорите, за които се предполага, че надзират ръководството ..., нямат материален интерес от доброто функциониране на концерн свръх акциите, които те лично притежават и които винаги са една съвсем малка част от капитала на обединението и, общо взето, са само една малка част от състоянието на самите директори; а освен за участие в управлението те обикновено разпределят времето си сред много други занимания от също такава или по-голяма важност за техните собствени интереси; като оперативната дейност е основна грижа само на тези, които са наети да я осъществяват. Но опитът показва, а пословиците – израз на народната мъдрост, свидетелстват колко по-ниско е качеството при наемните служители в сравнение с грижовността на тези, които са лично заинтересувани от работата, и колко незаменим е, когато трябва да се използват наемни служители, “погледът на стопанина”, за да я наблюдава.”⁵

Алфред Маршал също изразява съмнения относно ефективността на акционерните дружества. В раздел, озаглавен “Предразположеността на акционерните дружества към прекалено разширяване обхвата на дейност”, от книгата “Индустрия и търговия” той отбелязва, че много от външните директори “не могат да отделят голямото количество време и енергия, необходимо за пълно овладяване спецификата на дейността във фирмите, за които те са поели отговорност”.⁶ Възникващият по този начин вакуум може да доведе до “прекалено разширяване на обхвата”, защото фирмените ръководители “не могат винаги да се отнасят към предложения за разширяване на съществуващи подразделения или за създаването на нови без определена пристрастност”.⁷ Въпреки това Маршал в значително по-малка

³ *Смит, А.* Богатството на народите. Изследване на неговата природа и причини. С.: Партиздат, 1983, с. 722-723.

⁴ *Mill, J. S.* Principles of Political Economy, 9th ed., London: Longmans, Green and Co., 1885, p. 140.

⁵ Пак там, с. 138-139.

⁶ *Marshall, A.* Industry and Trade, 4th ed. London: Macmillan, 1923, p. 321.

⁷ Пак там, с. 322.

степен от Смит и Мил е разтревожен от потенциалната неефективност на акционерната форма, защото преценява, че съществува едно противодействащо явление, което облекчава “безпомощното” положение на акционерите.

“Силно доказателство за удивителното разрастване в последно време на духа на честност и добросъвестност в търговските дела е, че ръководните служители на големите публични компании почти не се поддават на огромните изкушения за измама, които лежат на пътя им... Съществуват всички основания за надеждата, че подобряването на търговския морал ще продължи и занаят...”⁸

Първите теоретични обобщения относно акционерното дружество отразяват предимно загриженост от характерното за него преминаване на управленските функции в ръцете на професионални ръководители, които не са собственици на дружеството. Очертаните от класиците проблеми са централна тема и в изследванията на представителите на “ръководителското” течение в теорията за фирмата.

“Ръководителски” (managerial) теории за фирмата

“Ръководителският” подход води началото си от творбата на Бърли и Мийнс “Съвременното акционерно дружество и частната собственост”,⁹ която е едно от класическите произведения по въпросите на отделянето на контрола от собствеността в голямото открито акционерно дружество. На базата на богат емпиричен материал авторите потвърждават явлението, известно днес като разделяне на собствеността и контрола в акционерното дружество, което според тях променя характера на частната собственост.

Както отбелязват Бърли и Мийнс, смята се, че поне на теория собствеността върху стопанското предприятие включва две функции - от една страна, поемане на рисковете при влагане на натрупани средства в стремящо се към получаване на печалба предприятие, а от друга, същинското ръководство на и отговорност за това предприятие. Авторите установяват, че в съвременната корпорация тези две функции – “риск” и “контрол”, се осъществяват главно от две различни групи хора. Когато такова разделяне е пълно, една група индивиди - притежателите на ценни книжа (особено акционерите), изпълнява функциите по предоставяне на капитал и поемане на рисковете, докато отделна група упражнява контрол и осъществява същинското ръководство.

Бърли и Мийнс твърдят, че възникването на голямата корпорация с разпръсната собственост и професионално ръководство променя из основи природата на съотношението между собствеността и контрола върху фирмата. “От гледна точка на отношенията” те описват “съвременната ситуация като

⁸ Marshall, A. Principles of Economics. London, 1890; 8th ed. New York: Macmillan, 1920, p. 253.

⁹ Berle, A. A. and G. C. Means. The Modern Corporation and Private Property. New York: The Macmillan Company, 1932.

включваща: първо, “пасивна собственост”, състояща се от едно множество на взаимоотношения между даден индивид и предприятие, включващи права на индивида по отношение на предприятието, но почти никаква реална власт над него; и второ, “активна собственост”, състояща се от множество взаимоотношения, при които даден индивид или група притежават власт над предприятието, но нямат по отношение на него почти никакви задължения, чието изпълнение да може да бъде успешно наложено.

Доста по-рано от Бърли и Мийнс подобно разделение прави К. Маркс. В “Капиталът” той посочва, че капиталът “...се разпада по отношение на категориите печалба, която той носи, на капитал *собственост*, на капитал *вън* от производствения процес, който сам по себе си носи лихва, и на капитал *вътре* в процеса на производството, който, като извършващ процеса капитал, носи предприемачески доход”.¹⁰ “Лихвоносният капитал е капиталът *като собственост* в противоположност на капитала *като функция*.”¹¹ С присъщата си изчерпателност Маркс отбелязва, че в резултат от образуването на акционерни дружества “...собствеността върху капитала ... съвсем се отделя от функцията в действителния процес на възпроизводството, както тази функция в лицето на управляващия се отделя от собствеността върху капитала”.¹² Това води до “[п]ревръщане на действително функциониращия капиталист в прост управител, който се разпорежда с чужди капитали, и на собствениците на капитал - в чисти собственици, в чисти парични капиталисти”.¹³

Бърли и Мийнс твърдят в “Съвременното акционерно дружество и частната собственост”, че с появата на големите акционерни дружества с разпръснатата собственост сред хиляди дребни акционери отношенията между акционерите и ръководителите се изменят, като контролът, който *де юре* принадлежи на собствениците, е преминал *де факто* в контрол, упражняван от професионални ръководители. Авторите установяват, че през 1929 г. в по-голямата част от компаниите в САЩ най-големият дял от акциите, контролирани от едно лице или група, е бил по-малко от 20%. Бърли и Мийнс класифицират такива компании в категорията контролирани от ръководството. Голяма част от изследванията на контрола в акционерното дружество след това се основават върху тази тяхна хипотеза.

Използвайки данни за 1963 г., при подобно изследване Ларнър¹⁴ установява, че 75% от най-големите 200 нефинансови компании, контролиращи 81% от активите, са под контрола на ръководствата си.

¹⁰ Маркс, К. Капиталът. Т. III. С.: Партиздат, 1990, с. 434.

¹¹ Пак там, с. 439.

¹² Пак там, с. 505.

¹³ Пак там, с. 504.

¹⁴ Lerner, R.J. Ownership and Control in the 200 Largest Non-Financial Corporations 1929 and 1963. - American Economic Review, 1966, 56, p. 777-787; Management Control and the Large Corporation. New York, 1970.

Аналогично се оказва положението и при изследването на Флорънс¹⁵ на основата на данни за 1951 г. относно британските компании с акционерен капитал над 3 млн. английски лири (паунда). Само 7% от тях са имали един акционер, притежаващ мнозинство от акциите, и едва в 5.5% от останалите 20 най-големи акционери общо са владели над половината от акциите им.

По отношение на собствеността на ръководителите Гордън¹⁶ установява за 115 големи компании в САЩ, че през 1939 г. делът на акциите, притежавани от директорите, е бил само 3.5%, а от директори на изпълнителни длъжности – само 1%. Флорънс¹⁷ установява, че в Обединеното кралство делът на директорите в собствеността средно за 102 големи фирми е бил 3% през 1936 г. и е намалял до 1.5% през 1951 г. В по-късно изследване Прейс¹⁸ посочва, че само в 11% от най-големите 100 производствени фирми в Обединеното кралство директорите са притежавали повече от 10% от акциите, докато в 73% от тях съответното количество е било по-малко от 2%.

Такива изследвания са в основата на “ръководителското” течение в теорията, което приема за типично разделянето на контрола и собствеността в големите компании, както и широкото разпръскване на собствеността, в резултат от което контролът от страна на ръководството става независим от собствениците. За да могат собствениците да наложат своите виждания и да осигурят съответстващо на тях поведение, те трябва да познават в подробности резултатите от дейността на компанията, степента на отклонението им от максимално възможните и степента на отговорността на ръководството за това отклонение. Освен това е нужно да определят дали сегашното ръководство може да се справи с проблемите и да сравнят възможностите му със способността на ново ръководство да подобри положението. Това ще доведе до необходимостта от оценка не само на текущото състояние, но и на вероятното бъдещо развитие, както и дали видимо незадоволителната текуща дейност е всъщност неизбежна предпоставка за по-добри дългосрочни резултати, например поради разходите за навлизане в отрасъла, дългосрочни научноизследователски и развойни разработки и т.н. В допълнение отделният акционер, стремящ се да отстрани някой от членовете на Съвета на директорите, трябва да предизвика и спечели гласуване на акционерите, което често изисква значителни средства и време, като не съществува особена вероятност за успех.

Всички тези разходи – финансови и други, обикновено се отнасят към разходите за привеждане в действие (enforcement). В много случаи те не се поддават на ясно разграничение, но са много важно понятие, защото при отсъствието им собствениците биха могли да осигурят съблюдаване на своите

¹⁵ *Florence, P. S. Ownership, Control and Success of Large Companies. London, 1961.*

¹⁶ *Gordon, R. Business Leadership in the Large Corporation. Berkeley, Cal., 1961.*

¹⁷ *Florence, P. S. Цит. съч.*

¹⁸ *Prais, S. The Evolution of Giant Firms in Britain. London, 1976.*

интереси чрез отстраняване без разходи на ръководствата, които не работят в тяхна полза. В действителност тези разходи са значителни и затова сблъсъците между собствениците и ръководителите са редки - само в случаи на явно лоши резултати, като по такъв начин ръководството разполага с относителна свобода на действие.

Тенденциите към разминаване на интересите на акционерите и ръководителите могат да се засилят, когато фирмата разполага със значителен свободен паричен поток. Както е известно, последният е тази част от паричния поток, надхвърляща количеството, което може доходно да се реинвестира във фирмата. По-ефективно е тези средства да се върнат на акционерите - например, като се увеличат дивидентите или като се изкупи обратно част от акциите. В такъв случай акционерите могат да оползотворят парите, както намерят за добре, било то за потребление, или за други капиталовложения.

Но висшите ръководители нямат (достатъчно) стимули да разпределят тези фондове (средства), а и механизмите, призвани да принуждават към разпределяне, не изобилстват. В редица изследвания целите на ръководителите се свързват с тяхната полезност, която се представя като функция на променливи: продажбите,¹⁹ темпа на увеличаване на размера на фирмата.²⁰ Един модел на Уилиамсън²¹ предлага целева функция, съчетаваща фондовете за разходи на персонала, фондовете за възнаграждения и средствата за инвестиции по преценка на ръководителите.

Последните са склонни да задържат парични средства частично, защото паричните резерви увеличават тяхната автономия спрямо капиталовите пазари. Големите парични остатъци (и независимост от капиталовите пазари) могат да служат и за повишаване на конкурентоспособността, но те често водят до разхищения и неефективност. Когато "излишните" пари се разпределят сред акционерите, плановете на ръководителите са подложени на засилен контрол от страна на капиталовите пазари, защото участниците на тези пазари трябва да бъдат убеждавани да доставят средства при появата на обосновани стопански проекти. Фирменото ръководство предпочита независимостта от външни влияния както заради самата независимост, така и защото тя допринася за сигурността, че ще запазят работното си място, и позволява на ръководителите да определят по-високи ставки на собствените си заплати.

Те се въздържат да разпределят паричните средства сред акционерите, защото това увеличава размера на управляваните от тях компании, а имат и

¹⁹ *Baumol, W. J.* On the theory of the expansion of the firm. - *American Economic Review* 52 (5), 1962, p. 1078-1087.

²⁰ *Marris, R. and D. C. Mueller.* The corporation, competition and the invisible hand. - *Journal of Economic Literature* 18, 1980, p. 32-63.

²¹ *Williamson, O. E.* *The Economics of Discretionary Behavior.* Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1964.

много стимули да ги разширяват отвъд размера, който максимизира богатството на акционерите.

Възнаграждението е един от най-важните стимули. Тенденцията компаниите да поощряват средните ръководители по-скоро чрез повишения, отколкото чрез годишни премии в зависимост от резултатите, също създава психологическа нагласа към растеж. Организациите трябва да се разрастват, за да порождават нови длъжности, които да захванват техните основани на повишения системи за поощряване. И накрая, растежът на корпорацията засилва обществената значимост, престиж и политическата сила на висшите ръководители (служители). Допълнителните облаги на изпълнителните служители могат да бъдат значителни и обикновено се увеличават заедно с размера на компанията. Ръководителите ще се изкушават да изразходват твърде много средства за собствени облаги и вероятно за подчинените си, защото те разполагат изцяло с тези облаги, но понасят само част от разходите по тях. Всичките изброени проблеми се изострят с намаляване дела на ръководителите в капитала на фирмата.

При "ръководителския" подход се отхвърля допускането за стремежа към максимална печалба и в теорията за фирмата се враждат ръководителски мотиви, представени от допусканията за личния интерес и рационалното поведение. Подобно на неокласическата теория обаче се отстоява възгледът за фирмата като "черна кутия", а различието от стандартния неокласически подход е, че в качеството си на максимизиран показател печалбата е заменена с друг, отразяващ полезността за ръководителите.

Теорията за посредничеството и отделянето на контрола от собствеността във фирмата

За разлика от "ръководителските" подходи допускането за максимизиране богатството на акционерите е централно във финансовата икономическа теория относно фирмата. Особено внимание се отделя на описанието на договорните отношения между правоприжателите (акционерите), наричани още принципали, и техните представители, т.е. агенти (ръководителите), които ограничават своеволните действия на ръководителите в най-пълно съответствие с интересите на акционерите. Основната ориентация на теорията на представителството, разработвана в теорията на финансите, е позитивна и емпирична. Тя описва влиянието на редица фактори на средата върху отношенията на договаряне, възникващи във фирмата. Те включват несигурността, несиметричността на информацията, рисковите предпочитания и трудолюбието на субектите на отношението, капиталоемкостта, степента на специализация на активите, капиталовите пазари, характеристиките на вътрешния и външния пазар на труда, разходите за надзорни и обвързващи механизми.

Същевременно едно друго разклонение на изследванията по проблемите на посредничеството се отличава със силно нормативни аспекти.

Теоретичите в това направление, наречено от Дженсън²² *принципали – агенти (правопритежатели – посредници)*, използват математически инструменти и дедуктивна методология за изследването на оптималните договорни отношения, които съчетават интересите на правопритежателите и посредниците, а също и на ефектите на благосъстоянието.

Теорията за принципала и агента приема неокласическата фирма като производствена система, но включва също и ръководителска йерархия. Привържениците на тази теория се съсредоточават върху възможностите на “собствениците” да контролират ръководителите, на които са предоставили с договор правото да избират и прилагат производствените планове, но които биха могли да ръководят фирмата по-скоро за собствена изгода, отколкото в интерес на собствениците.

Теорията разглежда конфликти на интересите между различни стопански субекти, причинени или от несиметричността на информацията, когато ръководителите имат информация за възможностите на фирмата да реализира печалба, каквато собствениците не притежават, или от проблемите при измерване на резултатите от действията на професионалните ръководители, които са трудно наблюдаеми за акционерите. В допълнение ръководителите могат, както беше изяснено, да имат цели, разминаващи се с повишаване благосъстоянието на собствениците. При такива условия последните правят опити да съчетаят целите на ръководителите със своите собствени, като създават системи от стимули.

Фама и Дженсън²³ твърдят, че повечето организации, характеризиращи се с обособяване на управлението на дейността по вземане на решения и носенето на остатъчния риск, са сложни в смисъл, че специфичните знания – информацията, която е нерентабилно да се предава между агентите, са разпръснати сред агенти по всички равнища на организацията. Те разделят процеса на вземане на решения на четири стъпки:

① *инициация* – генериране на предложения за оползотворяване на ресурсите и структуриране на договорите;

② *ратификация* – избор на инициативите за решения (проекторешенията), които подлежат на реализация;

③ *реализация* – изпълнение на ратифицираните решения;

④ *контрол (monitoring)* – оценка на изпълнението на решенията от агентите и поощряване чрез награди.²⁴

Те обединяват функциите ① и ③ в понятието управление на решенията, а функциите ② и ④ са включени в понятието контрол на решенията.

²² Jensen, M. C. Organization Theory and Methodology. - Accounting Review, 1983, 56, p. 319-338.

²³ Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control. - Journal of Law and Economics XXVI, June 1983, p. 301-325.

²⁴ Пак там, с. 302.

Авторите достигат до заключението, че отделянето на остатъчното поемане (носене) на риск от управлението на решенията води до системи за вземане на решения, при които това управление и контролът върху решенията са разделени.²⁵ Разпръснатото управление може да понижи разходите чрез делегиране на инициацията и изпълнението, т.е. управлението на процеса на вземане на решения, на агентите с ценна уместна информация. Тъй като те не са носители на остатъчните рискове, ще възникнат проблеми на посредничеството, но тяхната острота може да бъде притъпена чрез обособяване на функциите по управление на процеса за вземане на решения и на контрол (ратификация и наблюдение) върху този процес.

Фама и Дженсън признават, че контролните механизми на такива системи за вземане на решения пораждат разходи, но те имат и важни предимства - позволяват ценната информация да се използва в тези пунктове на процеса на вземане на решения, където тя е най-уместна, а също облекчават контрола върху проблемите на посредничество, породени от разпръснатите остатъчни права. В сложните организации печалбата от разпръснатите остатъчни права и от разчленяването (отделянето) на функциите по вземане на решения от носенето на остатъчните рискове са обикновено по-големи от разходите по представителството, които те пораждат, вкл. разходите за механизмите за разделяне на управлението и контрола в процеса на вземане на решения.

Теорията за трансакционните разходи също се занимава с въпроса за разминаването на интересите на акционерите и ръководителите. Оливър Уилиамсън²⁶ твърди, че "...съвременната корпорация трябва да се разбира главно като продукт от редица организационни нововъведения, които са имали целта и ефекта да постигнат икономии от трансакционните разходи".²⁷ В съответствие с този възглед се подчертава възможността чрез вътрешноорганизационни нововъведения да се смекчават проблемите на контрола, открити още от Бърли и Мийнс.²⁸ "В общ смисъл най-строгото ограничение за капиталовия пазар е това, че той е *външен* контролен инструмент. Той предоставя ограничени уставни правомощия за провеждане на финансови ревизии и ограничен достъп до механизмите на фирмите за създаване на стимули и за разпределение на ресурсите."²⁹ Най-важен сред тези вътрешни механизми според Уилиамсън е мултидивизионната (подразделената) организационна структура, която той означава като

²⁵ Fama, E. F., and M. C. Jensen. Цит. съч., с. 304.

²⁶ Williamson, O. E. Markets and Hierarchies. New York: The Free Press, 1975; Transactions Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. - Journal of Law and Economics, XXII, October 1979, p. 233-261; The Economic Institutions of Capitalism. New York: The Free Press, 1986.

²⁷ Williamson, O. E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. - Journal of Economic Literature, XIX, December, 1981, p. 1537.

²⁸ Berle, A. A. and G. C. Means. Цит. съч.

²⁹ Williamson, O. E. Markets and Hierarchies..., p. 143.

M-форма: “Организацията и функционирането на голямото предприятие според изискванията на *M*-формата създава по-благоприятни условия за преследване на такива цели и за стремящо се към най-ниски разходи поведение, които са по-тясно свързани с неокласическата хипотеза за максимизиране на печалбите, отколкото организационната алтернатива с *У(У)*-форма (функционално структурирана).”³⁰ Съгласно логиката на теорията за трансакционните разходи подразделянето на фирмите на полуавтономни центрове на стопанска сметка ще въведе във вътрешната фирмена структура допълнителни стимули за получаване на печалба на равнище отделно подразделение, които ограничават своеволната дейност на ръководителите.

Механизми за контрол върху дейността на акционерното дружество

Характерът на правата на собственост, произтичащи от притежаването на обикновени акции, позволява да бъдат създадени специални пазарни и организационни механизми, чрез които се поставят под контрол проблемите на представителството³¹ при специализираното носене на рисковете.

Вътрешни органи за контрол

Развитието на акционерното дружество установява уредба, при която интересите на собствениците са представени, като важна роля играят Съветът на директорите и Общото събрание на акционерите. Наистина формално и по закон то принадлежи на акционерите. Притежанието на акции дава право на участие в *Общото събрание на акционерите (ОСА)*, където се приемат важни решения, засягащи дейността на дружеството и се избират неговите ръководни органи. *ОСА* е основният форум, който предоставя на акционерите възможността да се произнесат относно дейността на ръководството. Те имат правата да променят устава на корпорацията, да избират членовете на Съвета на директорите и да ги отстраняват чрез гласуване с мнозинство, да вземат решения за съществени организационни промени. Акционерите обаче не участват пряко при решаването на важни въпроси на управлението на деловата дейност. Те единствено биха могли да повлияят върху тези решения непряко, чрез избраните от тях директори и назначените от директорите ръководители.

Пред недоволните акционери са открити две възможности: “изход” – да продадат акциите си, и “глас” – да гласуват против действащия директорски съвет.³² Никоя от двете не представлява съвършено решение.

³⁰ *Williamson, O. E. Markets and Hierarchies...*, p. 150.

³¹ Вж. предишния раздел.

³² Тези термини са въведени от Алберт О. Хиршман, който ги прилага в много по-широк

Продажбата предполага понасяне на финансови загуби от ниската цена на акциите на компания в недобро състояние. Гласуването против ръководството може да бъде напразно. Основната причина е, че обикновено ръководството и бордът контролират процесите на издигане на кандидати при избор на нов борд и поставянето на резолюции върху резултатите от гласуването. Просто може да не съществува алтернатива за гласуване.

Определена роля при осъществяване на контрол над ръководителите изпълняват *институционалните инвеститори*, които съсредоточават в свои ръце по-значителни части от акционерния капитал на отделните дружества и по този начин получават стимул и възможност да упражняват контрол над фирменото ръководство. Всъщност появата на такива едри акционери съдейства за преодоляване на широко обсъжданата “слабост” на акционерното дружество – разпръснатата собственост.

Съществува модел, разработен от Яроу,³³ който определя критерии за ефективността на система за акционерен надзор. *Моделът на Яроу* се гради върху допускането, че фирмените ръководители знаят потенциалната стойност на своята фирма (v^*), но тяхната функция на полезност съдържа други елементи, които биха ги накарали да предпочетат по-ниска фирмена стойност (v), ако не съществуват ограничаващи ги механизми за контрол от страна на собствениците. Ако фирмените акционери, сегашни или бъдещи, съумяват да си сътрудничат при осъществяване на надзор над ръководителите, те могат да сведат до минимум това отклонение (v^*-v) от максималната стойност на фирмата. При съществуващата разпръсната собственост върху акциите, за осъществяване на замисъла за сътрудничество първо ще е необходимо да се събере група от акционери (изпълнителна коалиция), която да постави искането. Тъй като разходите по това събиране ще се увеличават заедно с броя на участващите акционери, изпълнителната коалиция е вероятно да не обхване всички акционери и дяловете на участниците в нея ще бъдат под 100% от акциите. По този начин приходите на участниците ще бъдат само част (p) от увеличението на стойността на фирмата при успех $p(v^*-v)$, а останалата част ще получат като “гратисчии”, без да полагат никакви усилия, акционерите, които не участват в коалицията. Колкото по-малък е броят на акционерите, толкова по-големи са приходите за коалицията с определен брой участници (n). Колкото по-концентрирана е собствеността сред малък брой едри акционери, толкова по-големи са приходите за коалицията с даден брой участници. При крайния случай – един собственик, се достига до пълно съвпадение.

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

³³ *Yarrow, G. K. On the Prediction of Managerial Theories of the Firm*. - *Journal of Industrial Economics*, XXIV, June 1976, p. 267-279.

В противовес на потенциалните изгоди Яроу определя разходите (f) за образуване и поддържане дейността на изпълнителната коалиция. Тези разходи се увеличават заедно с увеличаването на размера (n) на коалицията. Те също зависят от вектор от параметри, обозначен като β , който отразява фирмените характеристики на коалиционните партньори. Въпреки че Яроу не се спира подробно върху тях, те биха обхващали такива фактори като възможност за идентификация и сбор на първоначална коалиция, възможност за протичане на информация между членовете, степен на споделяне на вижданията относно настоящите и бъдещите очаквания за резултатите от деловата дейност при спазване на приетите управленски правила, както и всякакъв вид отношения, съществуващи между участниците в изпълнителната коалиция. Така типът на отрасловата структура на стопанството и типовете управленски и делови отношения във и сред фирмите ще определят оптималния метод за развитие и управление на подобни изпълнителни коалиции.

Това множество от променливи образува система, в която оптималният брой на участниците в коалицията (n^*) се определя като функция от три променливи: отклонението на ръководството от целта за постигане на максимална стойност на фирмата и двете характеристики, свързани с акционерната собственост - разпръскването на акциите (α) и характеристиките на акционерите (β):

$$n^* = h(v^* - v, \alpha, \beta).$$

В тази система фирменото ръководство се стреми да избегне намеса от страна на коалицията, като поддържа размера на възможното отклонение от максималната стойност на фирмата ($v^* - v$) на равнище, по-ниско от разликата между евентуалните приходи при намеса на коалицията $p(n^*, \alpha)(v^* - v)$ и разходите по изграждането ѝ $f(n^*, \beta)$. Използвайки обозначенията на Яроу, се получава:

$$v^* - v \leq p(n^*, \alpha)(v^* - v) - f(n^*, \beta).$$

Вътрешният контрол в откритите акционерни дружества е делегиран от носителите на остатъчните права на *Съвет на директорите*. Именно той може да се разглежда като инстанцията, която притежава остатъчните права на контрол в корпорацията. Директорите имат права да решават относно разпределението на печалбите, назначаването на висши служители, структурните промени в акционерното дружество и т. н., но нямат права върху остатъчните приходи. Те не могат да присвояват и използват за лични нужди печалбите на дружеството, което намалява стимулите им да осъществяват сериозен контрол.

Користните цели на ръководителите могат да бъдат сблизени с тези на собствениците, като в *схемите за възнаграждение* на ръководителите бъде включена част от остатъчните приходи на дружеството. Дори ако фирмените

служители не притежават акции от компанията, схемата им за възнаграждение може да включва премия в зависимост от годишната печалба, възможност за закупуване на акции на по-късна дата и др. Това също би могло да приведе интересите на висшите ръководители в по-голямо съответствие с тези на акционерите. Ролята на структурата на агента.

Външни дисциплиниращи механизми

Освен Съвета на директорите и Общото събрание на акционерите, които са вътрешни контролни механизми за акционерното дружество, неограничената отчуждаемост на остатъчните права, съдържащи се в акциите, създава външен контролен механизъм, уникален за тези организации. Във взаимовръзка с акционерните дружества възникват едромасштабни регулирани *фондови борси*. Пазарът на ценни книжа подsigурява едно високоорганизирано средище за търговия с акциите, издавани от акционерните дружества. Главната му функция е определянето на цената на обикновените акции и прехвърлянето им с минимални разходи. Цените на акциите са видими сигнали, които отразяват очакваните последици от вътрешните управленски решения за сегашните и бъдещите нетни парични потоци. Тази пазарна оценка на фирменото ръководство оказва натиск за ориентиране на процеса на вземане на решения в акционерното дружество към интересите на носителите на остатъчни права.

Акционерното дружество и фондовата борса са свързани чрез *пазара за корпоративен контрол*, пазар не само за отделни акции, а и за цели корпорации, т.е. пазар за правото да се поеме ръководството на дадена фирма. Ако една корпорация постига незадоволителни стопански резултати, защото ръководителите ѝ са некомпетентни или незаинтересувани да управляват максимално добре според възможностите си, пазарната цена (на акциите) на такава компания ще се понижи. В такъв случай по-голямата част от акциите могат да бъдат придобити от определено лице на ниски цени, което може да уволни действащите ръководители, да назначи ново ръководство и да установи по-строг контрол върху дейността му. Тази възможност от завземане на компанията е постоянна заплаха за недобросъвестните или некомпетентни управляващи. През 80-те години на XX век, и особено в САЩ, на пазара за корпоративен контрол се възлагат надежди за сближаване на собствеността и контрола чрез дисциплиниране на ръководителите. Тяхната възможност да преследват цели, несъвпадащи с максимизация на стойността на фирмата, се ограничава от потенциалното им отстраняване чрез враждебно превземане/поглъщане (*hostile takeovers*) и съперничество за получаване на пълномощия от акционерите (*proxy contests*).

Съществува още една потенциална сила, която принуждава управляващите да се съобразяват с интересите на акционерите – *пазарът за ръководителски труд*. Личните интереси на ръководителите ги поставят

в съперничество с останалите не само в собствената им фирма. Всеки ръководител, допускащ действия на подчинените си, които накърняват интересите на акционерите, жертва възможности да привлече по-добри предложения от други корпорации. Висшите длъжности в голяма фирма обикновено дават на ръководителите повече власт, повече престиж, по-високо възнаграждение и по-голямо удовлетворение от работата, отколкото висшите длъжности в малка фирма. Затова логично е да се очаква съперничество между ръководителите за заемане на ограничени брой висши длъжности в най-големите фирми, което ще обуслови стремеж у тях да си изградят добра репутация. Ако даден ръководител придобие репутацията, че преследва собствените си интереси за сметка на намирането на нови възможности за печалба, най-вероятно е това да намали значително шансовете му за служебно израстване.

Освен пазарите на ценни книжа и пазара за ръководителски труд, важна роля за насочване на управляващите към ефективно стопанисване на поверените им предприятия изпълняват и *пазарите за фирмената продукция*. Колкото по-силна е конкуренцията на стоковите пазари, толкова по-малки са възможностите за ръководителите на дадена фирма да преследват собствените си интереси, защото такава поведение би довело до по-високи разходи на единица продукция или до по-ниско качество на стоките, отколкото при конкурентните фирми. Това ще предизвика свиване на пазарния дял на фирмата и евентуално – закриването ѝ. По този начин конкуренцията на стоковите пазари също ограничава възможностите на ръководителите да преследват собствените си корисни цели.

И така, стопанската практика в пазарните икономики е открила акционерното дружество като най-подходяща форма за организация на големите стопански предприятия. Сред безспорните му предимства могат да се споменат ограничената отговорност, възможността за разделяне правата на собственост на отделни компоненти и неограничената им продажба, специализацията на функциите по носене на рисковете и по вземане на управленски решения и т.н. Същото това отделяне на носенето на остатъчните рискове от управлението и разпръснатата сред множество дребни акционери собственост обуславят необходимостта от механизми за принуда на ръководството да действа в интерес на носителите на остатъчните права. Такива механизми съществуват и имат както своите предимства, така и определени недостатъци. Вътрешната уредба на акционерното дружество включва Общото събрание на акционерите и Съвета на директорите като органи за контрол върху ръководството. Външни механизми са фондовата борса чрез цената на акциите и особено пазарът за акционерен контрол чрез т. нар. поглъщане на лошо управляваните фирми.

Капиталов модел на акционерна собственост

Още при възникването на акционерната собственост в качеството на неин субект се утвърждават акционерите – доставчиците на собствения капитал на дружеството. Традиционните теоретични подходи разглеждат акционерното дружество като съставено от три основни подсистеми: собственици (акционери), висше ръководство и вътрешни оперативни единици. Собствениците се поставят най-високо в йерархията на дружеството. Те наемат висшите ръководители, които от своя страна назначават останалите работници и служители.

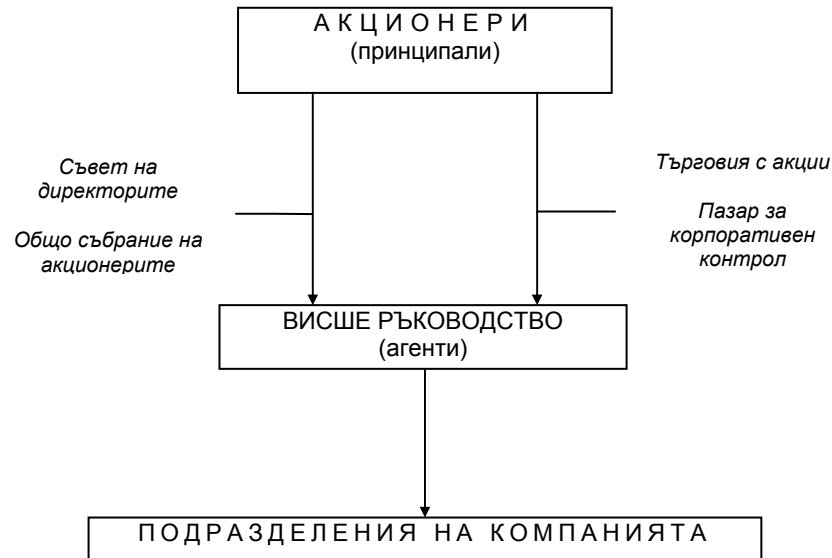
Тези подходи споделят схващането, че в управленската структура на акционерното дружество контролът се осъществява вертикално по линейна траектория, в която капиталът е поставен на първо място. От такава гледна точка те могат да се обединят в един модел на акционерна собственост, условно наречен капиталов. Трите основни елемента на този модел са: (1) ръководителските теории, насочващи вниманието към преминаването на контрола от собствениците към висшите ръководители; (2) теорията за представителството, разглеждаща конфликтите между акционерите и ръководителите и пътищата за тяхното разрешаване чрез сближаване интересите на тези две групи; (3) теорията за трансакционните разходи, която се съсредоточава върху управленската структура, вътрешната организация на фирмата.

Представителите на ръководителската теория твърдят, че акционерната собственост е станала силно разпръсната, особено в големите компании, като резултатът е, че големите акционерни дружества се контролират по-скоро от професионалните ръководители, отколкото от собствениците на фирмата. Те съзират главния проблем в тази увеличаващата се разпръснатост на собствеността в отворените акционерни дружества и последващата загуба на контрол от страна на акционерите, защото наетите ръководители, които контролират операциите на фирмата, владеят съвсем малко или никакви акции и в резултат от това те имат слаба мотивация и не изпитват натиск от страна на собствениците да се стремят към максимизиране на печалбите.

Двата по-съвременни подхода към акционерното дружество – теорията за представителството и теорията за трансакционните разходи, се съсредоточават върху ролята на пазара за контрол над акционерното дружество за сближаване на собствеността и контрола. Чрез този пазар на притежателите на капитала в капиталистическата икономика – акционерите на фирмата, се предоставят формално контролните права над акционерното дружество, подлежащи на свободна размяна на фондовата борса. Както беше отбелязано, и при трите подхода акционерното дружество се възприема като система, подразделена на акционери, висши ръководители и вътрешни оперативни единици. Тези позиции са разграничени, но са свързани посредством една линейна верига на властта, която определя организационната йерархия (вж. фигурата).

Фигура

Капиталов модел на акционерна собственост



Теорията за представителството се съсредоточава върху първите две подразделения на системата, при което акционерите представляват правопритежатели (принципали), които наемат ръководителите в качеството на свои представители (агенти). Според тази теория възможностите на действащите ръководители да се облагодетелстват за сметка на корпорацията са ограничени от външната дисциплина, налагана чрез пазара за корпоративен контрол. Управляващата функция на акционерите може да се изрази в замяната на неефективното ръководство, когато бъде събрано достатъчно количество гласове за общото събрание, посредством реализирането на предложения за изкупуване на мнозинството от акциите (tender offer) или чрез получаването на пълномощия за гласуване от името на достатъчен брой акционери (проху contests). Конкуренцията за контрол над ресурсите на дружеството се осъществява между различни групи ръководители както вътре в корпорацията, така и с ръководители от други организации.

Теорията за трансакционните разходи изследва предимно отношенията между втората и третата част от системата на акционерното дружество – висшето ръководство и вътрешните подразделения. В съответствие с присъщите й възгледи за характера на вътрешнофирмените

отношения тя разглежда фирмата като управленска структура, създадена с цел съкращаване на трансакционните разходи и се съсредоточава върху ролята на вътрешноорганизационните нововъведения за смекчаване проблемите на контрола.

Както теорията за представителството, така и теорията за трансакционните разходи се насочват към начините за сближаване на собствеността и контрола в акционерното дружество. Но докато представителите на теорията за представителството се съсредоточават върху дисциплината, налагана на ръководителите от външни пазарни фактори, техните колеги, занимаващи се с трансакционните разходи, поставят ударението върху ролята на измененията във вътрешната организационна структура за постигане на подобен ефект. Всъщност тези две теории са взаимно допълващи се възгледи относно организацията на дейността на фирмата.

Както беше отбелязано, такъв модел на акционерна собственост съответства на англо-саксонския модел на корпоративно управление и той е наречен капиталов, тъй като при него връзката между инвеститорите (акционерите) и фирмата (фирменото ръководство) се осъществява главно чрез инструментите на капиталовия пазар и инвеститорите са заинтересувани предимно в добрата възвръщаемост в краткосрочен план на вложенията в такива инструменти средства (вложения капитал). С други думи, целта на акционерите при закупуване на акции се заключава в получаването на печалба под формата на дивиденди или като резултат от повишаване на курса (цената) на тези акции.

12.X.2006 г.