

ФАКТОРИ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ В БЪЛГАРИЯ

Проектът на ст. н. с. д-р Веселин Минчев (ръководител на екипа), Роска Петков, Милена Ангелова и Райна Цанева е приет за завършен от Научния съвет на Икономическия институт на БАН на заседание от 31.10.2007 г. Работата на терен е реализирана под ръководството на Милена Ангелова и Емилия Ченгелова (Институт по социология на БАН)¹. Статистическият анализ е извършен основно от Венелин Бошнаков (УНСС), Райна Цанева и Веселин Минчев. Техническите сътрудници към секция “Икономика на фирмата” Анна Петрова и Надежда Анастасова съдействаха за успешното приключване на проекта.

Използваната методология следва класическия тристепенен подход – “деск” анализ на теоретико-нормативната рамка; качествено емпирично изследване – 4 фокус групи със “заинтересувани страни”; количествено емпирично изследване чрез “лице в лице” интервю сред около 8% от публичните дружества в България. Въпросникът включва 232 променливи, групирани в 4 раздела, идентифицирани при качествения анализ.

Изследователският материал е представен в четири самостоятелни глави и пет приложения, където намират място използваният въпросник, както и конкретни препоръки към законодателя.

В първа глава “Проблеми пред развитието на корпоративното управление (КУ): какво показва международният опит?” последователно се търси отговор на въпросите как глобализацията променя хода на реформите на корпоративното управление; как се развива европейската корпоративна система в контекста на диалога ЕС – САЩ и разпространението на кодексите за добри корпоративни практики. Отговорът на тези и други въпроси позволява да се очертаят движещите фактори за модернизирание на корпоративния сектор в България.

Анализът на системите за компенсиране и либерализирането на пазара за корпоративен контрол намира отражение в първи раздел на втора глава “Правно-нормативна рамка, методология и инструментариум”. Освен това, както личи от самото название, в нея се представя нормативната рамка на корпоративния сектор в страната, както и използваната методология.

Системите за компенсиране на топ-мениджмънта са ключов момент при ограничаване възможностите за опортюнизъм в условията на разпръсната собственост, а също и при търсенето на баланс между контролиращи акционери и стейкхолдери и миноритарни акционери при концентрирана собственост. “Американизацията”, т.е. претенциите на европейския топ-мениджмънт за възнаграждения и участие в собствеността, както в англосаксонския модел, се съдържа от възраженията на контролиращите акционери и от съществуващите съмнения в ефективността на обвързването на възнагражденията с цената на корпоративните книжа.

¹ Теренното изследване е реализирано с финансовата подкрепа на Асоциацията на индустриалния капитал в България.

Пазарът за корпоративен контрол може да бъде тема за отделно изследване. Неговото либерализиране предполага различни подходи при англосаксонския и континенталния модели. Очаква се транспонирането на Директивата за “поглъщанията” да има ефект в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) поради установените вече права на собственост в региона.

Чрез неповторен стандартен подбор от генералната съвкупност (458 АД с публичен статут и 728 АД, отписали се от публичния регистър) се формира 8% извадка (90 дружества – 40 публични АД и други 50 АД, отписали се от публичния регистър). Информацията е набрана чрез интервю “лице в лице”. Дизайнът на въпросника е ориентиран съответно към собственост и управление; основни стейкхолдери, правно-нормативна и инвестиционна среда и т.н.

В *трета глава “Вътрешни фактори на корпоративното управление – резултати от представително анкетно проучване”* се посочват конкретните резултати от емпиричното изследване по отношение концентрация и структура на собствеността; избора между едно- и двустепенна система на управление и брой и състав на управителните органи. Устойчивостта на корпоративния модел се оценява в зависимост главно от наличието/отсъствието на вътрешнокорпоративни спорове. Факторите за КУ се тестват чрез логит модел (бинарна логистична регресия). Концентрацията и структурата на собствеността, управленските системи на дружествата, характеристиките на управителните органи и вътрешнокорпоративните спорове се възприемат като вътрешни фактори на корпоративното управление.

В *четвърта глава “Външни фактори на корпоративното управление в България”* се представени предприемани и планирани корпоративни действия на дружествата от извадката; най-общите претенции и очаквания за промени в законодателната сфера от страна на бизнеса. Инвестициите – техният размер, предназначение и източници; както и изплащането на дивиденди, са обект на внимание във втори раздел на тази глава. В трети раздел са открити предизвикателствата пред капиталовия пазар и институционалното инвестиране. Корпоративните действия и “търсенето на законодателство”; инвестиционният процес и среда, дивидентната политика; развитието на капиталовия пазар и институционалните инвеститори в случая се възприемат като външни фактори на корпоративното управление.

В изследването се достига до следните по-важни обобщения:

- Дружествата от извадката отразяват съвременните мащаби на българската икономика. По-голямата част от тях са близки до характеристиките на малките и средните предприятия. В този смисъл са и еднозначните препоръки за тяхното отписване от публичния регистър (фокус група 1 – с представителите на изпълнителните ръководства; раздел 2 на втора глава; приложение 5). Преобладават дружествата от преработващата промишленост, но също и от сектора на услугите. Над 60% от тях бележат растеж на оборота си и съответно на приходите от продажби.

- Делът на първите трима акционери се използва за оценка на концентрацията на собствеността в дружествата. В половината от тях първият акционер притежава над 60% от капитала, т.е. в българския корпоративен сектор личат черти, характерни за континенталния модел. Следователно може да се очаква, че подходът “съобразявай се или обяснявай” ще срещне одобрение сред повечето

корпоративни агенти в страната. Концентрацията на собствеността не зависи от публично-правния им статут. Тя обаче е сравнително по-висока при най-малките и най-големите фирми.

- Сериозно присъствие в собствеността на дружествата има мениджмънтът и местните юридически лица. Може да се твърди, че в около 1/3 от случаите, мениджмънт и собственост на практика съвпадат. Всичко това корелира с по-ограниченото участие на персонала, администрацията и институционалните инвеститори. Същевременно там, където участват чуждестранни инвеститори, отново съществува стремеж към по-висока концентрация на собствеността.

- Българското законодателство възпроизвежда присъщата за континенталния модел възможност за избор между характерната за англосаксонския корпоративен модел *едностепенна система на управление* – съвет на директорите, и преобладаващата в голяма част от континентална Европа *двустепенна система* – управителен и надзорен съвет. Очевидно в България “търсенето” е по-голямо за едностепенна, отколкото за двустепенна управленска система. Може да се очаква, че в съчетание с концентрирана собственост първата “обслужва” най-вече т. нар. активни акционери – местните юридически лица, едрите акционери и мениджмънта. Същевременно тя отразява нагласите и по-ограничените възможности за участие на т. нар. стейкхолдери-неакционери.

- Мениджмънтът и независимите директори преобладават както при едно-, така и при двустепенната система на управление. “Превесът” на мениджмънта (изпълнителните ръководства) над независимите директори е неоспорим – това е съществена разлика в сравнение със състава на корпоративните бордове в развитите индустриални държави. В съвета на директорите (едностепенна система на управление) се откроява още присъствието на местни юридически лица и на едрите акционери; а в надзорните съвети (двустепенна система) – на местните юридически лица и на чуждестранните инвеститори.

- Наблюдава се активизиране на инвестиционния процес. В над половината от интервюираните дружества са направени значителни по мнението на респондентите инвестиции. Те са главно за закупуване на оборудване, ремонтни дейности и др. Сред източниците за финансиране преобладават банковите кредити и собствените средства. Активизиране на капиталовия пазар може да се очаква главно от машиностроителните фирми, леката промишленост и бизнес-услугите. Въпреки сравнително ограниченото използване на изплащане на дивиденди в българския корпоративен сектор се оформя сегмент от публични дружества, дългосрочно ориентирани към специфичните външни източници на финансиране и заинтересувани от корпоративния си имидж.

- През разглеждания период (2003 – 2006 г.) се наблюдава оживление на капиталовия пазар. Постигнатото би било обнадеждаващо, ако не се дължеше в много голяма степен на редица конюнктурни фактори – приватизация чрез борсата; консолидация на собствеността; търгови предложения за отписване от режим на публичност и т.н. С други думи, основното предизвикателство пред българския капиталов пазар продължава да бъде утвърждаването му като благоприятна алтернатива за финансиране. За да имаме “нормален” пазар, трябва да са факт нагласите за набиране на капитал. Очаква се, диверсифици-

рането на портфейлите и дейността на институционалните инвеститори и най-вече на пенсионните фондове в страната, постигнато не на последно място в резултат от облекчаването на редица законови ограничения, да действа именно в тази насока.

- За устойчивостта на българския корпоративен модел съдим както от стабилността на управителните органи, така и от обстоятелството, че вътрешно-корпоративните спорове по-скоро са изключение, отколкото правило. Възникващите спорове са главно между мажоритарни и миноритарни акционери; между мажоритарни акционери и мениджъри. Обикновено страните търсят компромис по пътя на преговори; разчита се на съдействие от страна на централната и местната администрация, както и на посредничеството на работодателските организации. В редки случаи се прибегва до ангажиране на средствата за масово осведомяване или до отнасяне в съда. Според бизнеса корпоративните и стопанските казуси са предизвикателство за съдебната система на страната, вкл. от гледна точка на безпристрастност и компетентност на съдебните състави.

- Дебатът “pro” и “cons” отписването на публичните дружества е специфичен за България. Не може да се очаква, че фирми със скромни възможности ще се възползват от търговията на капиталовия пазар, но идентифицираме дружества, които виждат такива възможности. Нещо повече, част от отписалите се биха възстановили публичността си при подходящи нормативни условия. Тестването на нагласите за отписване от публичния регистър чрез логит модел (бинарна логистична регресия) спрямо вътрешните (концентрация на собствеността; брой членове на управителните органи; обвързаност на възнагражденията на мениджмънта с резултатите на дружествата) и външните (инвестиционна среда, в случая – наличие на инвестиции) фактори на КУ показва еднозначно, че необвързването на възнагражденията действа по посока на “затваряне” на дружествата, както и че наличието на инвестиции и в значително по-малка степен – концентрацията на собствеността, обратно, са насочени към запазване на публичния статут.

- Предприетите корпоративни действия от дружествата в извадката (възприемани като външни фактори на КУ) са свързани главно с изкупуване на акции от миноритарни акционери, провеждане на извънредни ОСА, увеличаване на капитала. Такива са очакваните (и евентуално планирани) корпоративни действия. Новият момент тук е наличието на нагласи за продажба на пакети акции на нови собственици. Що се отнася до правно-нормативната “рамка”, очакванията на корпоративните агенти са за промени в данъчната сфера, в отношенията “кредитор – длъжник” и в корпоративното законодателство.