

Василики Баздекиду*

КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ В ГЪРЦИЯ В КОНТЕКСТА НА ДЪЛГОВАТА КРИЗА

Разгледан е един от важните аспекти на капиталовия пазар в Гърция – моделът на корпоративно управление, в който доминират семейни фирми и държавни компании. Изследвани са неговите специфики и е аргументирано виждането, че повечето публични компании нямат адекватни механизми на корпоративно управление. Направен е изводът, че макар да има определени резултати в тази област, те са ограничени до малко на брой относително големи компании, стремящи се да привличат международно финансиране. Концепцията за корпоративно управление все още не е намерила добра реализация в гръцките бизнес-среди, което е пречка за разширяването на семейните фирми, за доброто управление на държавните компании и за процесите на приватизация.¹

JEL: G18; G38; K22

Гръцката икономика е в състояние на дълбока рецесия, след като страната изпада в криза на суверенния дълг. Преодоляването на рецесията и връщането на страната към икономически растеж е свързано с редица мерки, включващи фискална консолидация, оздравяване на банковата система, приватизация и привличане на инвестиции. Това поражда въпроса доколко и как капиталовият пазар в Гърция може да допринесе за успешното провеждане на тези мерки.

Тематиката на корпоративното управление (КУ) е тясно свързана с капиталовите пазари, с тяхното функциониране и възможността им да привличат инвестиции и да стимулират икономическия растеж. На капиталовите пазари инвеститорите са разделени от мениджмънта, съществуват потенциални конфликти между мажоритарни и миноритарни акционери, а прозрачността на компаниите е много важна за инвестиционните решения.

* Докторант в Института за икономически изследвания при БАН, villy_sms@yahoo.gr

¹ Vasiliki Bazdekidu. CORPORATE MANAGEMENT IN GREECE IN THE CONTEXT OF DEBT CRISIS. *Summary*: The article highlights one of the important aspects of the capital market in Greece - the model of corporate management. It studies the specific features of the Greek model of corporate management, which is dominated by family firms and public companies, with arguments for the view that most public companies have no adequate mechanisms of corporate management. A conclusion was made, that although there are certain results in this area, they are limited to a few relatively large companies seeking to attract international funding. The concept of corporate governance has not been implemented in the Greek business community, which is an obstacle to the expansion of family businesses, for better management of state companies and privatization processes.

Корпоративното управление има съществено значение за икономическия растеж на дадена страна. Добрите модели и практики на КУ привличат инвеститори и подобряват резултатите на фирмите, особено когато те действат в конкурентна среда и в условията на мобилност на капиталите. И обратно, липсата на добро корпоративно управление отблъсква инвеститорите и това резултира в по-висока цена на капитала, което забавя икономическото развитие. Според Maher и Andersson (1999) корпоративното управление е ключов елемент, който влияе на индустриалната конкурентоспособност, а Johnson et al. (2000) и Mitton (1999) показват как слабостите на КУ влошават азиатската валутна криза от 1997 г.

Кратък исторически преглед

С развитието на капиталовия пазар в Гърция постепенно на дневен ред излизат и проблемите на корпоративното управление. Това проличава най-ясно при спекулативните явления от 1999 г., когато серия от самоподхранващи се очаквания поражда „борсов балон“, довел до рязко повишаване на цените на акциите, големи обеми на търговията, висока капитализация на борсата и възможности за набирането на значителен финансов ресурс. През 1999 г. основният индекс на Атинската борса се повишава със 102,2%, капитализацията нараства със 194,7%, като става една от най-високите в страните от ОИСР, а мобилизираният на борсата финансов ресурс за капиталови инвестиции достига почти 2 млрд. EUR.

Масовото навлизане на пазара през този период на индивидуални и институционални инвеститори чрез пласиране основно на акциите на малки и средни предприятия води до повишаване на цените, на капитализацията и на ликвидността. Същевременно обаче това може да предизвика потенциални конфликти от гледна точка на корпоративното управление и пазарни рискове за инвеститорите поради нарастването на цените, което не е подкрепено от фундаментални фактори.

Повишените рискове на пазара налагат регулаторният орган² и държавата да предприемат активни мерки чрез въвеждане на правила, регулации и кодекси на поведение. Всички мерки са насочени към защита на инвеститорите от пазарни злоупотреби, осигуряване на по-голяма прозрачността на пазара и подобряване на бизнес-етиката (табл. 1). Тези мерки имат за цел да се засили институционализирането на корпоративното управление.

² Капиталовият пазар се регулира от специализиран регулаторен орган - НСМС (Гръцка комисия за капиталови пазари). Тя е отговорна за лицензирането и за защитата на интересите на пазарните участници, както и за въвеждането на европейските директиви. Целите ѝ са да се постигнат гладко опериране и прозрачност на пазарите. Освен това в Гърция съществува и т.нар. омбудсман на капиталовия пазар, чиято функция е бързо, прозрачно и справедливо разрешаване по пътя на съгласието на споровете, възникнали между индивидуалните инвеститори и пазарните посредници, които попадат в неговата юрисдикция.

Таблица 1

Регулиране на корпоративното управление в Гърция

Година	Предприети мерки
1998	Атинската борса провежда изследване на КУ в страната
1999	Публикувани са принципи на КУ на ОИСП
1999	Съставя се първият Кодекс на корпоративното управление (доброволен) от Комитета по КУ към НСМС
2000	Министерството на икономиката и Министерството на развитието основават комитет за нормативи в областта на КУ (Комисия Рокас)
2000	НСМС издава норматив за регулиране на търговските предложения
2000	НСМС издава норматив за регулиране на КУ на фирми, чиито акции се търгуват публично и на свързани с тях лица (Кодекс на КУ)
2000	Кодекс за принципи на КУ на фирми от Федерацията на гръцките индустрии
2002	Система за рейтинг на КУ, съставена от Центъра за финансови изследвания на Атинския университет (спонсорирана от Атинската фондова борса)
2002	Закон за КУ и възнагражденията на управителните органи
2002	Атинската фондова борса установява качествени критерии за фирмите по отношение на КУ, прозрачността и комуникациите с инвеститорите
2005	Закон за държавните предприятия
2007	Закон за интегриране на европейската Директива 2006/68/ЕС в гръцкото законодателство
2010	Закон за интегриране на европейски директиви 2006/46/ЕС и 2007/36/ЕС в гръцкото законодателство.
2010	Кодекс за принципи на КУ на фирми от Федерацията на гръцките индустрии, които се търгуват на Атинската фондова борса
2011	Закон за реформиране на оперативната среда на държавните предприятия

Източник: Spanos, 2005; Nerantzidis, Filos, 2014.

Европейската перспектива

Първоначално предприетите мерки в Гърция (вж. табл. 1) са резултат от вътрешните нужди на пазара в период на възход, когато фирмите виждат възможностите на капиталовия пазар да ги финансира щедро, а по-късните са и отговор на усилията на Европейската комисия (ЕК) да създаде достатъчно добър и гъвкав модел на корпоративно управление в рамките на Европейския съюз. Стратегическата цел на ЕК е да постигне интегриран европейски капиталов пазар с общи правила, висока степен на прозрачност и общ пазар на корпоративно управление (European Shadow Financial Regulatory Committee, 2002), което оказва натиск върху отделните държави за хармонизиране на националните регулаторни рамки.

В съответствие с целта си Европейската комисия представя план за действие в областта на корпоративното управление, който следва препоръките на т.нар. група Винтер. за модернизиране на законодателството в областта на търговското право. Основните принципни предложения в нейния доклад

(вж. European Commission, 2002), които адресират доста детайлно и корпоративното управление, са:

- задължение за публикуване на годишни отчети за КУ;
- подобряване на възможностите на акционерите да упражняват правото си да гласуват в чужбина;
- въвеждане на минимални изисквания за независимост на мениджмънта, а също и при формирането на комитетите по номинациите;
- колективна отговорност на управителните органи за верността на финансовите и нефинансовите отчети;
- въвеждане на санкции за управителните органи при констатирани нарушения;
- ограничаване на възможностите за злоупотреби от страна на пирамидални групи.

Всички тези препоръки са релевантни в една или друга степен за отделните държави-членки. Доколко обаче е възможно в ЕС да бъде изградена единна система на корпоративно управление? В европейските страни съществуват значителни различия по отношение на капиталовите пазари, поради което постигането на консенсус в тази област е трудно. Голяма част от различията са от правен характер, но има и много, които се дължат на дълбоко вградени практики, присъщи на съответната национална култура и отношение към бизнеса. Това прави тяхното изглаждане и постигането на единство доста проблематични.

Структурата на корпоративното управление в конкретните страни се е формирала според историческите им нужди и приоритети. Това предполага високата степен на хетерогенност между мерките, които те предприемат по отношение на възможните дейности в тази област, и съответните времеви периоди. Според Mauger (2003) обаче стремежът към тяхното уеднаквяване не е най-добрата възможна политика. Дори ЕК ясно осъзнава, че създаването на единен кодекс на корпоративното управление за целия Европейски съюз няма да допринесе съществено за по-доброто информиране на инвеститорите и за подобряването на корпоративното управление в Европа (European Commission, 2002).

В съответствие с тенденциите и регулациите в Съюза в Гърция са въведени редица изисквания по отношение на разкриването на информация за публичните компании. Макар и относително късно в сравнение с други държави-членки, през 2000 г. гръцката Комисия за капиталовите пазари приема „Кодекс за поведението на компаниите, регистрирани за търговия на Атинската фондова борса, и свързаните с тях лица“. Чрез него се регламентират задълженията на мажоритарните акционери, на членовете на бордовете на директорите, на изпълнителния мениджмънт, както и на други субекти и юридически лица, които са свързани с тях. Целта е да се увеличи прозрачността за операциите на компаниите и по този начин да се намали рискът от спекулативно поведение от страна на вътрешни лица.

Важна стъпка за подобряване на процеса на разкриване на информация е въведеното през 2000 г. задължение публичните компании да изготвят и представят годишни отчети, включващи и финансови отчети, съставени по Международните счетоводни стандарти.

Освен задължителните норми за поведение и разкриване на информация в Гърция съществуват и редица ангажменти с доброволен характер. Те са резултат от международни инициативи на Световната банка и ОИСР, последвали дебатите за необходимостта от принципно подобряване на отговорността на мениджърите пред акционерите. Тези дебати са насочени към възстановяване на доверието, което е сериозно нарушено от корпоративните скандали, разразили се през 90-те години на миналия век в редица страни като Великобритания, САЩ и Италия („Maxwell“, „BCCI“, „Barings“, „Enron“, „Parmalat“).

Първата сериозна стъпка към формулиране на завършена рамка на КУ са публикуваните през 1999 г. „Принципи на корпоративното управление в Гърция“ от Комитета по корпоративно управление. Това е доброволен кодекс, който е конструиран по модела на принципите на корпоративно управление на ОИСР (1999), основан върху конвенцията „изпълнявай или обяснявай“. В гръцкия кодекс има 44 препоръки, групирани в седем категории:

- Права и задължения на акционерите
- Равностойно третиране на акционерите
- Ролята на заинтересуваните лица
- Прозрачност, разкриване на информация и одитиране
- Борд на директорите
- Неизпълнителни членове на борда на директорите
- Изпълнителен мениджмънт

През 2001 г. Федерацията на гръцките индустрии също въвежда принципи на корпоративното управление, които се отнасят до всички нейни членове, като специално за компаниите, чиито акции се търгуват публично, спазването им е доброволно, доколкото те са обвързани с принципите на Комитета по корпоративно управление. Основните препоръки в този случай са за организиране на комитети в рамките на бордовете на директорите, в които мнозинство да имат неизпълнителни директори, както и за прилагане на вътрешнофирмен контрол. Принципите на Федерацията на гръцките индустрии не засягат въпроси като равностойното третиране на акционерите, правата на заинтересуваните лица, както и такива, свързани с броя, функциите и системата за компенсирани на неизпълнителните директори.

Специфични характеристики на гръцката система и следствията от тях

Проблеми на корпоративното управление съществуват в по-голяма или в по-малка степен във всички страни от ЕС, но някои особености на гръцката система определят нейната специфика в това отношение.

Висока степен на концентрация

Повечето гръцки компании са били семейни предприятия - такава е историческата традиция на тяхното възникване и начално развитие. Членовете на дадена фамилия са били и мениджъри на компаниите, поради което не е имало условия за конфликти между принципала и агента (т.нар. агентски проблем), между мажоритарни и миноритарни собственици или относно прозрачността на операциите на фирмата.

На по-късен етап успешните фирми се изправят пред необходимостта от по-широк достъп до капитал, с който да финансират своето разрастване. През втората половина на 90-те години на XX век и в началото на новото хилядолетие за това спомагат развитието на Атинската фондова борса и нарастващият интерес на инвеститорите. Много фирми се възползват от тази ситуация и успяват да мобилизират сериозни финансови ресурси, като така се превръщат от семейна собственост в публично търгувани компании.

В редица случаи обаче мажоритарното участие продължава да е концентрирано в рамките на дадена фамилия, като обикновено членове на съответното контролиращо семейство са и топ мениджъри на компанията.³ Въпреки това управлението на бизнеса вече не може да бъде чисто семеен въпрос - дългогодишно вкоренените практики и навици трябва да бъдат съобразени с новите реалности, че има и други акционери и заинтересувани лица, че фирмата оперира с чужди пари, както и че съществуват определени регулации. С други думи, по това време в страната вече осезателно проникват проблемите, свързани с корпоративното управление.

Високата степен на концентрация на собствеността в Гърция е сходна с тази в други средиземноморски държави. Bianchi et al. (1997) показват, че най-големият акционер в публичните компании в Италия държи средно 48% от капитала с право на глас, а най-големите трима акционери - 62%. Според Bloch и Kremp (2001) нивото на концентрация за публичните компании във Франция е 56%, а Faccio and Lang (2000) стигат до аналогичен извод и за Испания.

Тази особеност предопределя и основните насоки на дебатите за корпоративното управление в Гърция, които обхващат главно въпросите за защитата на индивидуалните и миноритарните акционери в условията на висока концентрация на структурата на собствеността. Във връзка с това интерес представлява оценката за качеството на корпоративното управление, дадена от La Porta et al. (1998), за мястото на Гърция в относителен план спрямо други страни (табл. 2).

³ Високата степен на концентрация на собствеността се вижда от индекса на концентрация, чиято средна стойност за периода 2001-2006 г. е 0,52 (вж. Lazaridis et. al., 2009). Според изследване на Гръцката комисия за капиталовия пазар (Hellenic Capital Market Commission, 2001) за всичките 370 публично търгувани на гръцката борса компании средната дисперсия на собствеността е 47,22%. Тези компании се притежават от само 974 мажоритарни собственици (това са собственици с над 5% участие). Според изследване на Grant Thornton (2006) 80% от всички собственици смятат своя бизнес за семеен.

Таблица 2

Оценки на нормативната база и правоприлагането в областта на корпоративното управление (средно за група страни)

Произход на правната система	Защита на правата на акционерите	Ефективност на правната система	Върховенство на закона	Счетоводни стандарти
Франция	2,33	6,56	6,05	51,17
Великобритания	4,00	8,15	6,46	69,62
Германия	2,33	8,54	8,68	62,67
Скандинавски страни	3,00	10,00	10,00	74,00
<i>Средно за света</i>	<i>3,00</i>	<i>7,67</i>	<i>6,85</i>	<i>60,93</i>
Гърция	2,00	7,00	6,18	55,00

Източник. La Porta et al., 1998.

Всички държави в цитираното изследване са класифицирани по показателя „произход на правната система“, а в рамките на всяка група от отделните оценки за страните по съответните показатели са изведени средни оценки за групата. По този начин чрез индикаторите се оценява характерното за конкретната група ниво на основните елементи на корпоративното управление. Отделно са представени и оценки за целия свят като непретеглени средни от оценките на всички изследвани държави.

Правната система в Гърция е с френски произход, а от табл. 2 се вижда, че средно за групата френската правна система отстъпва спрямо останалите. Освен това за Гърция оценката за защитата на акционерите е 2 бала, което е под средното равнище както за света, така и за групата страни, чиито системи са с френски произход. Прави впечатление обаче, че докато по всички разглеждани показатели Гърция е *под средното равнище за света*, тя *надхвърля средното ниво за държавите с правни системи от френски произход* (с изключение на защитата на правата на акционерите). Според цитираното изследване страната е и с най-лоши показатели от всички членки на Европейския съюз по отношение на показателите „върховенство на закона“ и „счетоводни стандарти“ (с изключение на Португалия).

Тези обстоятелства налагат да се положат усилия за подобряване на модела на КУ в Гърция. Мерките, които се предприемат в тази област, са многобройни и разнообразни (вж. табл. 1). В резултат от това в крайна сметка от правна гледна точка сега гръцката нормативна база е напълно хармонизирана с директивите на ЕС, което обаче не означава, че няма проблеми, породени от спецификите на гръцката действителност.

Един от най-съществените проблеми е високата концентрация на собствеността, която дава възможност за фактическа неравнопоставеност на акционерите. В изследване на структурата на собствеността (Lazarides et.al., 2009) въз основа на иконометрични оценки авторите стигат до извода, че Законът за корпоративно управление, както и принадлежността на фирмите към опре-

делен сектор (реален или финансов) или към даден пазарен индекс нямат статистически значимо влияние върху концентрацията на собствеността. Посочва се също, че няма статистически значима зависимост между концентрацията на собствеността и финансовите резултати, което е обяснено с липсата на мотивация за постигане на дифузия на собствеността. Дори когато финансовите резултати са лоши, мажоритарният собственик (или група от собственици) не е склонен да продава акциите си, което показва, че основната му цел е да не се загуби контролът върху предприятието. Това се потвърждава и от липсата на зависимост между структурата на собствеността и финансовата структура на фирмата.

От посочените резултати може да се направи изводът, че в Гърция е налице възможността за извличане на специфични ползи за основния акционер в условията на концентрирана структура на собствеността. При това собствеността в новосъздадените компании е по-концентрирана в сравнение с по-старите, защото при последните растежът на фирмата, необходимостта да се наследи основателят ѝ и да се ограничи рискът в края на краищата водят до постепенно намаляване на концентрацията при равни други условия.

Изследването показва също, че в Гърция качеството на корпоративното управление, както и някои външни фактори като нормативната база, принадлежността към определен пазарен индекс и наличието на пазар на корпоративен контрол не са статистически значим фактор за структурата на собствеността, която на сегашния етап остава силно концентрирана. Тази структура е резултат от историческото развитие на дадена фирма, от организационната ѝ схема и от балансите на сила и контрол в нея. Гръцките фирми с концентрирана структура обаче не желаят или нямат нужда да въведат съответните механизми на контрол, което е причина и за относително ниското равнище на конкуренцията при корпоративния контрол.

По принцип концентрацията на собствеността има някои предимства – наличието на мажоритарни собственици може да бъде ефективен мониторингов механизъм относно дейността на оперативния мениджмънт. По този начин отпадат асиметрията на информацията и проблемът „принципал-агент“, което при равни други условия подобрява резултатите на компанията. Същевременно обаче чрез влиянието си във фирмата мажоритарните собственици могат да извличат частни ползи за сметка на миноритарните акционери. Вероятността от такъв риск води до по-малка склонност към инвестиции от страна на миноритарни акционери и съответно до по-трудно набиране на капитал. Именно това се случва през последните години, особено след кризата с държавния дълг от 2010 г. Когато доверието в пазара е нарушено, неговото възстановяване е много по-сложно в условията на висококонцентрирана собственост, защото освен чисто пазарните рискове миноритарните инвеститори трябва да поемат и риска от неблагоприятна за тях структура на собствеността.

Друг аспект на голямата концентрация на собствеността е ролята на институционалните инвеститори. В среда със силно изразени мажоритарни

собственици портфейлните инвеститори не могат да оказват съществено влияние и да служат като контролен механизъм за налагане на стандартите на доброто корпоративно управление. Според изследване на McKinsey & Company (2002) институционалните инвеститори са склонни да заплатят премия за фирми, които имат високи стандарти на корпоративно управление. Над 60% от проучените инвеститори декларират, че лошите практики на корпоративно управление могат да станат причина за загубата на интереса им към подобна компания. Голямата концентрация на собствеността, която се свързва с възможни рискове за корпоративното управление, също не е привлекателна за портфейлните инвеститори. Поради това се очаква, че финансовият поток към гръцкия капиталов пазар в близките години ще бъде слаб, което ще затрудни излизането от кризата на националната икономика.

Множество държавни предприятия

Друга важна характеристика на гръцката система на корпоративно управление е наличието на голям брой държавни предприятия, които са публични и се търгуват на капиталовия пазар, като държавата е мажоритарен собственик.⁴ Държавните предприятия в Гърция оперират наравно с частните едва от 1996 г. Преди това те са със специален статут, обикновено далеч от стандартите на частния сектор, и често дейността им се характеризира със загуби, недостатъчно инвестиране и ниско качество на продукцията. След 1996 г., подобно на всички останали, държавните предприятия започват да функционират в рамките на Търговския закон, но въпреки това спецификите на държавната собственост продължават да се отразяват в тяхната работа. Например често ръководителите, а в много случаи и висшият и средният мениджмънт в тези компании се избират и назначават под политическо влияние, което може да се прокара лесно дори в принципите на доброто корпоративно управление, защото държавата е мажоритарен собственик. Това води до неефективно управление на компаниите.

Големите мащаби на държавната собственост са причина и за слабата активност на корпоративния контрол. В сравнение с други страни от ЕС или ОИСР в Гърция нивото на защита на служителите е високо и държавата по принцип има ангажимент да поддържа обществения договор между социалните партньори. Това обаче възпрепятства ефективното функциониране на пазара на корпоративен контрол. Например при появата на нов мажоритарен собственик нерядко възникват трудности, ако той пожелае да промени или прекрати съществуващи трудови договори, което е пречка за приватизацията, особено

⁴ Фирмите с мажоритарна държавна собственост, които се търгуват на гръцката фондова борса, са 7, при среден брой за страните от ОИСР 1,8. Само Република Корея има повече такива фирми (8), но нейната икономика в номинален размер е около 7 пъти по-голяма от гръцката. Борсовите компании с миноритарна държавна собственост (дял между 10 и 50%) в Гърция са 4, при среден брой за ОИСР 1,3. Подобно е положението и при държавните фирми, които не се търгуват на борсата (вж. подробно Christiansen, 2011).

когато се извършва чрез фондовата борса. А приватизацията е важен компонент на цялостната оздравителна програма, на която се разчита да стабилизира гръцката икономика и да я изведе от кризата.

Като следствие от посочените характеристики може да се очаква, че в страната ще продължава да съществува слаба възможност на държавните фирми да набират капитал по пазарен път и затруднени приватизационни процеси.

Организация на органите за управление

Управленската структура на публично търгуваните компании в Гърция е предимно едностепенна, като акционерите директно избират членовете на съвета на директорите. Сравнително отскоро (след приемането на промени в нормативна уредба през 2002 г.) е въведено задължението поне една трета от съвета да се състои от изпълнителни директори, като поне двама от тях да са независими. В юридически смисъл отговорността на изпълнителните директори е по-строга, отколкото на неизпълнителните.

Организационната структура на управленските органи е тясно свързана със структурата на собствеността. Колкото по-концентрирана е собствеността, толкова повече намалява броят на членовете на директорските съвети и се увеличава този на изпълнителните им членове. Законът за корпоративното управление от 2002 г. не променя тази ясно изразена зависимост.

В това отношение има два основни проблема, произтичащи от наличието на голям брой семейни компании с концентрирана собственост. Единият засяга независимостта на неизпълнителните директори, които макар че са формално независими, всъщност са дълбоко обвързани с и лоялни на мажоритарните собственици. Това поставя въпроса доколко реалистично е очакването те да имат възможностите и капацитета да предоставят различно мнение и независима експертиза на компанията. Въпреки че правилата налагат да се постигне независимост, много е трудно практически да се установи дали ръководството на дадена фирма отговаря по същество на тези изисквания. Така че наличието на ефективна структура на бордовете на директорите всъщност остава въпрос на саморегулация.

Другият проблем е свързан с едно от големите предизвикателства, пред което всяка семейна фирма се изправя рано или късно - приемствеността в управлението. Поддържането на успешен бизнес-модел, осъществяван от различни поколения от свързани членове на една фамилия, е много сложно поради множество причини, вариращи от подходящо образование и човешки капацитет до психологически фактори. С развитието на бизнеса и пазарите намирането на хора със съответстващи на потребностите на компанията знания, опит и възможности в рамките на едно семейство става все по-трудно. Ето защо фамилиите компании имат нужда от подходящи принципи на корпоративно управление, които да регламентират наемането на външни за семейството лица като управители, съветници и директори, както и да определят взаимоотноше-

нията с тях. По този начин те ще могат да оперират успешно, като същевременно се запази хармонията в съответното семейство (Zafft, 2003).

Рейтинг на корпоративното управление

Инвеститорите, които се ръководят от икономическата рационалност, търсят да инвестират в компании, които имат добро корпоративно управление. Резултатите от изследвания на различни автори за конкретни пазари доказват, че това е естествено, защото се очаква, че такива фирми ще имат по-високи резултати в дългосрочен план. Black (2001) показва наличието на силна положителна зависимост между пазарната стойност на 21 руски компании и съответната оценка за качеството на корпоративното им управление, получена на базата на система от показатели от инвестиционната банка Brunswick Warburg. Durnev and Kim (2003) намират положителна зависимост между индекса на корпоративното управление и индекса за разкриване на информация и прозрачност на „Standard and Poors“, от една страна, и стойността на компанията, от друга, за извадка от 859 големи фирми в 27 държави. Gompers et al. (2001) разкриват положителна зависимост между качеството на корпоративното управление и възвръщаемостта на акциите на съответните компании.

Въз основа на анкетно проучване на всички фирми, които се търгуват на Корейската фондова борса, Black et al. (2003) конструират многофакторен индекс на корпоративното управление и установяват силна и положителна зависимост между него и пазарната стойност на компаниите. Тази зависимост се оказва устойчива по отношение както на различни методи за оценка на регресионния модел, така и на различни подмножества на изследваните фирми, на различни спецификации на индекса и на алтернативни измерители на пазарната стойност на компаниите.

Водени от разбирането, че техните инвестиции са по-защитени във фирми с добро корпоративно управление, инвеститорите (особено институционалните), се нуждаят от система за оценяване на качеството на това управление. Тя трябва най-общо да съдържа отговори на въпросите дали и доколко дадена компания следва определени стандарти (принципи) и практики на доброто корпоративно управление, както и до каква степен местните закони, регулации и пазарни условия стимулират или дестимулират добрите практики. Ако не разполагат с подобна система, инвеститорите няма да могат да включат тази характеристика в процеса на вземане на решения.

В отговор на увеличаващото се търсене Гърция, подобно на редица други страни, вече разполага с такава система, изготвена с помощта на консултантски фирми и академични институции. В рамките на проект, финансиран от Атинската фондова борса, Центърът за финансови изследвания към Атинския университет разработва *система за оценка и създаване на рейтинг на корпоративното управление* (Tsipouri and Xanthakis, 2004; Xanthakis et al., 2003). Нейните цели са: да предостави на всички инвеститори независимо и надеждно средство, чрез което да могат да оценяват нивото на КУ в конкретни компании; да ориен-

тира компаниите и ръководствата им за техните силни и слаби страни, както и за мястото им спрямо средното за пазара или за отрасъла; да даде основа за информирани решения на регулаторните органи и възможност да бъде изследвано по статистически път дали и доколко корпоративното управление влияе върху стойността на компаниите.

Системата оценява фирмите чрез пет основни индикатора, съставени от 37 подиндикатора, които репликират структурата на принципите на ОИСР. Резултатите от тази оценка показват следните характеристики на пазара:

Първо, размерът на компаниите има значение за качеството на корпоративното управление – при по-големите компании се отчитат по-добри резултати. Това се обяснява с поведението на чуждестранните институционални инвеститори, които имат високи изисквания към фирмите, в които инвестират. Конкуренцията за капитал е остра и големите компании, които се нуждаят от повече капитал, вече все по-ясно разбират, че доброто корпоративно управление е предварително условие за привличане на международен капитал.

Второ, относително по-високи са резултатите при показателите, свързани с законовата защита на правата на акционерите, прозрачността и отношенията между председателя на борда на директорите и главния изпълнителен директор. Относително най-слаби резултати има за показателите, които се отнасят до възприемането на концепциите за корпоративно управление и корпоративна социална отговорност, ефективната роля на неизпълнителните директори, разкриването на информация за възнагражденията, рисковия мениджмънт, както и отношенията със заинтересуваните лица.

Трето, мерките, предвидени в принципите, които са задължителни по закон, са с висока степен на изпълнимост и съответствие, докато тези, които са доброволни и дават израз на добрите практики, имат слаба изпълнимост. Това е показателно за все още бавното и трудно възприемане от страна на пазара на концепцията за КУ. Оценката показва също, че за малките фирми е твърде скъпо да постигнат съответствие с множеството регулаторни изисквания. Те са възприели минималните задължителни стандарти и все още при тях липсва стремеж към развитите и подобряване в тази насока.

Важен допълнителен аспект на гръцкия капиталов пазар е, че местните компании, чиито акции се търгуват на борсата, не проявяват интерес към консултантски услуги за подобряване на механизмите си за корпоративно управление или за неговата оценка или рейтинг.

*

Разгледаните в изследването аргументи водят до редица изводи за развитието и проблемите на корпоративното управление в Гърция и за мерките, които трябва да се предприемат в това отношение.

Преди всичко е необходимо да се отбележи, че макар и относително по-късно в сравнение с други страни от ЕС и ОИСР, в Гърция е създадена добра основа - признати са и официално са възприети международните стан-

дартите за корпоративно управление, създадена е необходимата нормативна база, съществуват кодекси, които регламентират добрите практики. Независимо от това редица специфични особености на гръцкия капиталов пазар все още затрудняват практическото приложение на концепцията за КУ. И макар постепенно да се отбелязва известно подобрене във времето, на този етап то остава ограничено преди всичко до незначителен брой големи фирми, които отговарят на международните изисквания, защото при набиране на капитал разчитат и на чуждестранни инвеститори и пазари.

Високата степен на концентрация на собствеността на много от фирмите, които се търгуват на Атинската фондова борса, води до силна свързаност на мажоритарните собственици и оперативния мениджмънт, който често е съставен от членовете на едно или две семейства. Така агентският проблем, пренесен на гръцка почва, поражда по-скоро конфликт между силните мажоритарни и слабите миноритарни акционери, а не толкова между силните мениджъри и слабите акционери, който е по-разпространен в страни с по-дисперсирана структура на собствеността. В резултат от това бордовете на директорите в много случаи действат пасивно и следват решенията на оперативния мениджмънт, вместо да представляват интересите на всички акционери и да надзират ръководителите. В такава среда е неефективна дейността на различните комитети към съвета на директорите на компанията, препоръчвани от международно приетите принципи на корпоративно управление.

Друг проблем в Гърция е относително големият брой държавни предприятия, които са същевременно и публично търгувани на борсата. Компанията с висок дял на държавна собственост неизбежно попадат под политическо влияние, което възпрепятства доброто корпоративно управление в много аспекти.

В общи линии, като се изключат някои големи по размер фирми, концепцията за корпоративно управление все още не е намерила успешна реализация в гръцките бизнес-среди. Това е пречка както за приемствеността при семейните фирми, така и за доброто управление на държавните компании и на процесите на приватизация, които са част от оздравителната програма след кризата с държавния дълг на страната.

Когато фирмите нямат добро корпоративно управление, инвеститорският интерес към тях спада, което води до повишаване на цената на капитала. Ето защо трябва да се положат усилия публичните компании да осъзнаят, че в един конкурентен свят доброто корпоративно управление е сравнително предимство в дългосрочен план, и съответно да преоценят своите политики и да се насочат към прилагане на по-високи стандарти. При държавните фирми това може да се осъществи от администрацията чрез деполитизация на управлението им, чрез неформално прилагане на добрите практики на КУ и последователно изпълнение на програмата за приватизация. За семейните компании подходящи мерки и стимули могат да се приложат по линия на бизнес-асоциациите и на европейските програми.

Освен това е необходимо да се промени и ролята на институционалните инвеститори. Трябва да бъдат въведени нови нормативни правила, които да изискват от тях разкриване на повече информация за инвестиционните им решения и за стратегията им на гласуване. Необходимо е инвеститорите да бъдат активизирани, така че да се превърнат във външен механизъм за стимулиране на добрите практики в корпоративното управление, а не да бъдат пасивни поддръжници на оперативния мениджмънт, което е по-често срещаното им поведение сега.

Гръцкият капиталов пазар преминава през труден период, той е със силно намалена функционалност и след началото на дълговата криза вече няма статут на развит пазар. Посочените в изследването проблеми не могат да се разрешат от само себе си и показват необходимостта от предприемането на мерки за подобряване на корпоративното управление в Гърция. В противен случай възстановяването на капиталовия пазар ще се забави и неговата функционалност ще продължава още дълго време да е ниска, каквато е сега, след кризата с държавния дълг. Привличането на капитали и най-вече на чуждестранни капитали, което е жизненоважно за излизане от рецесията на гръцката икономика и за нейния растеж, ще бъде силно затруднено.

Използвана литература:

Bianchi, M., M. Bianco, and L. Enriques (1997). *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*. - In: Barca, F. and M. Becht, (eds.). *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press.

Black, B. (2001). *The corporate governance behavior and market value of Russian firms*. - *Emerging Markets Review*, Vol. 2, p. 89-108.

Black, B., H. Jang and W. Kim (2003). *Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea*. Working Paper N 237, John M. Olin Program in Law and Economics. Stanford Law School, Stanford, CA.

Bloch, L. and E. Kremp (2001). *Ownership and voting power in France*. - In: Barca, F. and M. Becht (eds.). *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press.

Christiansen, H. (2011). *The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries*. OECD Corporate Governance Working Papers N 5.

Durnev, A. and H. Kim (2003). *To steal or not to steal? Firm attributes, legal environment, and valuation*. Working Paper (Social Science Research Network), available at: <http://ssrn.com/abstract/318719>

Faccio, M. and H. Lang (2000). *The ultimate ownership of Western European corporations*. - *Journal of Financial Economics*, N 65, p. 365-395.

Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick (2001). *Corporate governance and equity prices*. - *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 20, p. 107-155.

Grant Th. (2006). *Family Business Survey*. Center for the Entrepreneurial & Technological Development of North Aegean.

Johnson, S., A. P. Boone, A. Breach, and E. Friedman (2000). Corporate governance in the Asian crisis. - *Journal of Financial Economics*, N 58, p. 141-186.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1998). Law and finance. - *Journal of Political Economy*, N 106, p. 1113-1155.

Lazarides, T., D. Evaggelos, D. Koufopoulos (2009). Ownership Structure in Greece: Determinants and Implications on Corporate Governance. International Conference on Applied Economics.

McKinsey & Company (2002). Global investor opinion survey on corporate governance: key findings, available at www.mckinsey.com/governance.

Maher, M. and T. Andersson (1999). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. Paper presented at the Tilburg University Conference on Convergence and Diversity, in Corporate Governance Regimes and Capital Markets. Eindhoven, November 4-5.

Mayer, C. (2003). Corporate governance: a policy for Europe. Paper presented at the 2003 Annual, Congress of the Swiss Society of Economics and Statistics at the University of Bern. Bern, 21 March.

Mitton, T. (1999). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis (mimeo). Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.

Nerantzidis, M., J. Filos (2014). Recent corporate governance developments in Greece. - *Corporate Governance*, Vol. 14, N 3.

Spanos, L. (2005). Corporate governance in Greece: Developments and Policy Implications, Vol. 5, N 1. Emerald Group Publishing Limited.

Tsipouri, L. and M. Xanthakis (2004). Can corporate governance be rated? Ideas based on the Greek experience. - *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, N 1, p. 16-28.

Xanthakis, M., L. Tsipouri, and L. Spanos (2003). Corporate Governance: Concepts and Ratings. Athens: Papazisis Publishing House (*in Greek*).

Zafft, R. (2003). When Corporate Governance Is a Family Affair. Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Directorate. OECD, Paris.

European Commission (2002). The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Winter Report. EU, Brussels, November.

European Shadow Financial Regulatory Committee (2002). Corporate Governance in Europe, Statement N 15. London: ESFRC.

Hellenic Capital Market Commission (2001). Annual Report. Athens.

OECD (1999). OECD Principles of Corporate Governance. Paris, May.

15.I.2015 г.