

Интердисциплинарни подходи за анализ и механизми за контрол при корпоративното управление

Николай Найденов*

Резюме: В статията се засягат основните проблеми, характерни за корпоративното управление, във връзка с интердисциплинарните подходи за техния анализ и механизмите за решаването им.

В рамките на общата характеристика на понятието "корпоративно управление" опростено и ясно е представено неговото разграничение от фирменото ръководство (мениджмънт).

Разглеждайки проблемите на посредничеството между акционерите и ръководителите и потенциалния конфликт между едри и дребни акционери, се привеждат следните подходи за анализ: прост финансов, политически, властови и правен, както и механизми за решаване на тези проблеми, а именно – организационна уредба, концентрация на собствеността и правна защита при разпръснатата собственост. Проблемите на посредничеството при множество правоприетатели намират отражение в подхода на заинтересуваните лица и кибернетичния подход.

Подходите, в които се предполага добросъвестност на посредниците, включват подхода на "добрия стопанин" и културологичния подход, а във връзка с тях са разгле-

дани управленски механизми като овластяване и оценяване на ръководителите.

В заключение накратко се коментират критерии за ефективност на корпоративното управление.

Ключови думи: корпоративно управление, собственост, ръководство, заинтересувани лица, контролни механизми, корпоративни цели.

JEL: G30, G34.

Увод

Корпоративното управление е свързано със собствеността върху основните средства за производство в националните стопанства и оказва влияние върху множество сфери от дейността на обществото – конкурентоспособността на икономиката, разпределението на доходите, националното благосъстояние. Това определя неговата важност както от теоретична, така и от практическа гледна точка. То се е утвърдило като област на познанието и практиката, имаща пресечни точки с различни дисциплини – микроикономика, организационна икономика, организационна теория, теория на информацията, право, счетоводство, финанси, фирмено ръководство (т. нар. мениджмънт), пси-

*Николай Найденов е доктор, главен асистент в Института за икономически изследвания, БАН, e-mail: niknayed@bas.bg

хология, социология и политика. "Всяка от тях може да разглежда корпоративното управление по различен начин, което наподобява донякъде апокрифната група от слепи хора, опитващи се да идентифицират слон посредством опипване, като всеки описва съвсем различни части на животното." (Turnbull, 1997a).

Систематизация на основните подходи към корпоративното управление като обект на интердисциплинарен анализ се съдържа в Turnbull (1997a). Авторът започва с представяне на четири основни "модела за корпоративен контрол", открити в преглед на литературата по проблемите на корпоративното управление в САЩ, изготвен от Hawley и Williams по поръчка на ОИСП през 1996 г. Hawley and Williams (1996) разграничават следните модели: прост финансов модел; модел на добрия стопанин; модел на заинтересуваните лица; и политически модел. Turnbull (1997a) разглежда още три подхода за анализиране на корпоративното управление, основани съответно на: културата; властовите отношения; кибернетичния анализ. В българската специализирана литература систематизация на основните подходи може да бъде проследена в Минчев и др. (2007 г., с. 33-59). В тяхната интерпретация липсва кибернетичният, но в допълнение към изброените по-горе е включен правен подход, който се определя като разновидност на политическия.

Класификация на основните механизми за корпоративно управление е направена от Neugens and Otten (2005). Изследвайки множество Кодекси за корпоративно управление, авторите идентифицират поне 5 механизма: (1) организационна уредба – осъществяване на контрол върху ръководителите чрез вътрешноорганизационни

бариири и балансьори (checks and balances) (Вж. например: Dalton *et al.*, 1998); (2) концентрация на собствеността – основен възпиращ фактор срещу опортюнизма на ръководителите са едри акционери (Вж. например: Shleifer and Vishny, 1986); (3) правна защита на гребните акционери – при разпръснатата собственост (Вж. например: Grossman and Hart, 1980); (4) овластяване на ръководството – алтернативен възглед за "контрол", основан на модела на добрия стопанин (Вж. например: Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997); (5) оценяване на ръководителите – контролиране на потоците от порицание и поощрение, насочени към тях (Вж. например: Brennan and Pettit, 2004).

Корпоративното управление получава сравнително подробно теоретично представяне в специално посветени на него монографии на български език (Вж. Боева, 2001 г. и Георгиев, 2009 г.). Но все пак значителна част от изключително богатото съдържание на международните публикации в тази област все още не е налично на български език. Настоящата статия има за цел да обобщи накратко основните проблеми, с които се занимава корпоративното управление, като посочва съответните подходи за анализ и механизми за контрол, наблягайки върху аспектите, които не са намерили подобаващо внимание досега в българската литература.

1. Относно понятието "корпоративно управление"

Първата документирана употреба на съчетанието "корпоративно управление" ("corporate governance") принадлежи на Richard Eells (1960, р. 108)¹ за обозначаване на "структурата и функционирането на

¹Цитиран в: Becht *et al.* (2005).

корпоративната организация (polity)". Самият възглед за корпоративно "правителство" ("government") възниква по-рано и се среща в учебниците по финанси от началото на XX век. Наличието на "представително правителство" се изтъква като преимущество на акционерните дружества пред партньорствата [Mead (1928, p. 31)]².

Едно кратко, но сравнително пълно описание на съдържанието на понятието "корпоративно управление" в българската литература намираме в разработка на Центъра за изследване на демокрацията, озаглавена "Корпоративно управление и контрол в България". Там корпоративното управление (в българския контекст) е определено като "управление на отношенията и съгласуване на интересите между собствениците (принципал) и мениджърите на корпорациите (агент)." (Прохаска и Чипев, 2000 г., с. 6) Допълва се, че то "засяга и взаимоотношенията между различните категории акционери, които имат специфични интереси и много често неравносложни възможности да влияят върху поведението на акционерните дружества. В обхвата на корпоративното управление се включват и въпросите на структурата на управление, правата и отговорностите на управителните органи на акционерните дружества, както и вътрешните отношения в органите на управление (например между вътрешни и външни директори)." (Пак там, с. 6-7.) По-нататък се отбелязва, че "практически в съдържанието на понятието "корпоративно управление" обик-

новено в българските условия не се включват взаимоотношенията със заинтересованите лица – клиенти, доставчици, местната общественост. Много рядко се прави връзка между корпоративното управление и ролята на банките в него." (Пак там, с. 7.)

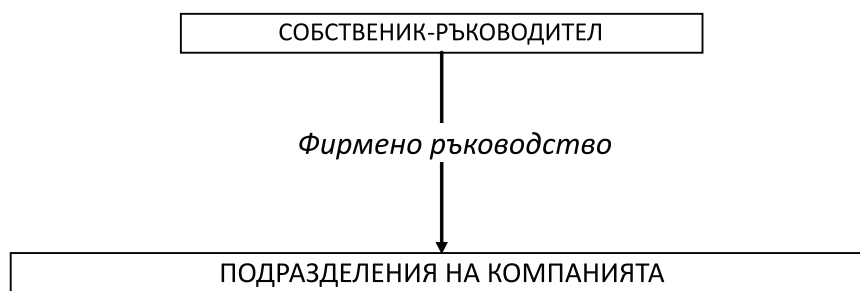
В това определение се очертават основните въпроси, с които се занимава дисциплината корпоративно управление (КУ). Но, както се споменава в цитираното съчинение, характерно е "неговото многократно смесване със стратегическия и оперативен мениджмънт. ... Затрудненията в това отношение се проявяват и в "терминологичната недостатъчност", произтичаща от използването на понятието "управление", което се натоварва с различни значения." (Пак там, с. 6.) Затова нашите коментари по определението ще започнем с опит за намаляване на тази "терминологична недостатъчност".

1.1. Фирмено ръководство и корпоративно управление

Съществува двусмисленост в редица думи, които се употребяват и във всекидневния език, като "контролирам", "регулирам", "ръководя", "управлявам" и "управление". В българската икономическа литература понятието "управление" се използва както в смисъл на "корпоративно управление" според определението от предишния параграф (на англ. *governance*), така и в смисъл на "стопанско управление", "мениджмънт" като фирмено ръководство (на англ. *management*)³. Това поражда понякога неясноти, тъй като

²Пак там.

³Българските термини "ръководство" и "управление" са може би най-удачните аналози на утвърдените в английската литература съответно "management" и "governance". Доводи за това откриваме в етимологията на тези понятия. Употребата на думата *management* в английския език е повлияна от френската *ménagement*, която съдържа латинския корен *manus*, означаващ "ръка", също както и българския термин "ръководство". Наблизането на думата *governance* в английски език отново е свързано със старофренското съществително *gouvernance*, чиито произход може да бъде проследен чрез латинското *gubernantia* (производно от *gubernare*) до гръцкия глагол *κυβερνάω*. Той отразява действието по управление на кораб (или колесница), но се употребява и в преносен смисъл по отношение управление на хора още от Платон. Употребяваните в българския език думи от тези корени – кибернетика (наука за управлението), губернатор, губернатор (управител) показват, че "управление" е подходящият български аналог на *gouvernance/governance*. Такава теза се подкрепя и от общия корен между "УПРАВЛЕНИЕ" и "ПРАВИТЕЛСТВО", подобно на положението във френски и английски (фр. *gouvernement*, англ. *government*).



Фигура 1. Фирма на собственик-ръководител

последното също се осъществява в рамките на корпорацията и употребата на понятието "управление" в този случай води до невъзможност се определи коя сфера от отношенията в корпорацията се има предвид. Илюстрация на подобно объркване е публикуваната неотдавна кратка енциклопедия по корпоративно управление (Кратка енциклопедия по корпоративно ръководство, 2010 г.), където смисълът на понятията ръководство и управление е разменен.

Най-опростено различията между ръководство и управление във фирмата може да се представи по следния начин. Фирменото ръководство възниква с появата на фирмата и се развива успоредно с усложняването на нейната дейност и организационни структури. Негова основна цел е ефективното оползотворяване на ограничените ресурси, като с минимални разходи на последните се постигат максимални производствени резултати. Докато фирмите се управляват от своите собственици, те определят какви усилия ще вложат за приближаването към тази цел и сами понасят последствията от своите решения. Фирмата представлява йерархична структура, на чиито връх е собственикът-ръководител, което може най-просто да се представи като на фиг. 1.

Корпоративното управление възниква като резултат от разделянето на функ-

циите на ръководителя от тези на собственика при акционерното дружество. Акционерното дружество може да се разглежда 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.

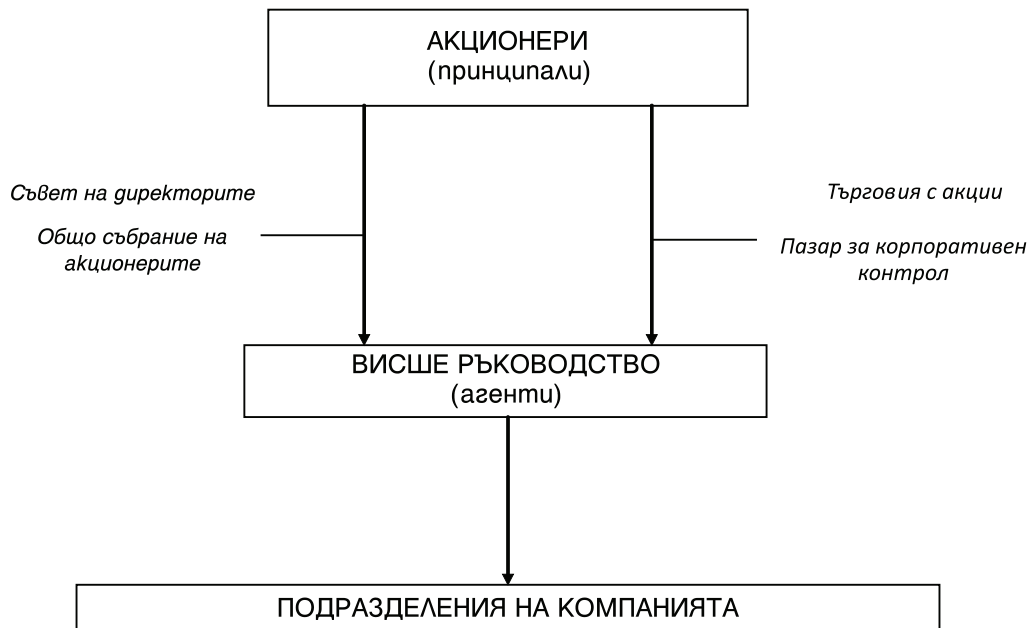
Както е отразено на фиг. 2, към системата на фирмено ръководство (отношенията между висшето ръководно тяло и подразделенията на фирмата) се прибавя една "надстройка" – системата от отношения между акционерите и висшето ръководство, която е собствено предмет на корпоративното управление. На схемата са отбелязани и традиционните механизми за осъществяване на контрол над фирменото ръководство от страна на собствениците⁴.

2. Проблемите на посредничеството, подходи и механизми за решаването им

2.1. Акционери и ръководители

Традиционно, когато се говори за собственици на акционерното дружество, се имат предвид акционерите. Основният

⁴ Тези механизми са представени накратко в Найденов (2007, с. 52-56).



Фигура 2. Капиталов модел на акционерна собственост

проблем в корпоративното управление е съгласуването на техните интереси с тези на ръководителите. Последните според теорията за посредничеството са агенти (посредници) на собствениците и техните цели могат значително да се различават. *Простият финансов подход* се базира на теорията за представителството (агентството). "Финансовата" парадигма изследва начините за решаване на проблема на представителството при корпоративното управление и неговото значение за компаниите при набавяне на финансов ресурс от акционерите. Основно допускане е, че ръководителите ще действат опортюнистично в свой интерес за сметка на интересите на акционерите. Съществуването на разходи по представителството (agency costs), идентифицирани от Ross (1973) и Jensen and Meckling (1976) и невъзможността да се сключи всеобхватен договор, предвиждащ необходимите действия при

всички възможни обстоятелства, водят до 'проблема на правоприитежателя (принципала)' и до 'проблема на представителството (агентството)' (Fama and Jensen, 1983a; 1983b) "Според финансовата гледна точка, централният проблем при корпоративното управление е да се създадат правила и стимули (т. е. неявни или явни 'договори'), за да се обвърже ефективно поведението на ръководителите (агентите) с желанията на принципалите (собствениците)." (Hawley and Williams, 1996, p. 21)

Но конфликтът между акционери и ръководители не е единствен, защото акционерите също не представляват еднородна общност. Най-често те се подразделят на **"едри" и "гребни" акционери**. Предполага се, че едрите акционери са активни и вземат дейно участие в ръководните функции, докато гребните акционери са предимно пасивни и имат нужда от правна защита на своите интереси. Това разграничаване

усложнява съгласуването на интересите между ръководството и акционерите. Повече права за едрите акционери, от една страна, мога да бъдат ефективно средство за контрол над ръководството, но, от друга, могат да накърнят правата на дребните акционери.

Политическият модел за управление, според Round (1993), е подход, "при който активни инвеститори се стремят да променят корпоративната политика, като получават подкрепа при гласуването от дребните разпръснати акционери, а не просто, като купуват права за гласуване или контрол..." (Round, 1993). Turnbull (1997a) разглежда такъв подход като микроравнище на политическия модел и добавя: "[п]олитическият модел приема, че разпределението на корпоративната власт, привилегии и печалби между собствениците, ръководителите и другите заинтересувани лица се определя от предпочитанията на правителствата към различните групи избиратели."

Правният подход също приема основните положения на теорията на посредничеството. Най-популярни неговии представители са група автори, известни като LLSV (Вж. например: La Porta *et al.*, 2000). Минчев и др. (2007 г. с. 49-55) го разглеждат като част от политическия модел, но с акцент върху ролята на държавата за създаването на правни норми в областта на корпоративното управление и за тяхното ефективно прилагане. Обръща се внимание и на типа на правната система.

Властовата теория за фирмата разглежда нейната структура и поведение като определени от стремежа на ръководството към по-голяма власт и сигурност, изразяващ се в прокарването на положения като т. нар. "отровно хапче", "средство против акули" и др., целящи да отстранят

пазарната конкуренция за тяхната властова позиция. Според властовия модел, ръководителите, които разполагат с по-качествена информация, избират директорите и ги превръщат в част от една вътрешна властова коалиция. Hawley и Williams отбелязват, че ръководството контролира "информацията, която наистина достига до борда. Резултатът може да бъде борд, който знае твърде малко, твърде късно и който, дори да желае да предприеме действия срещу надигащ се проблем или криза, често не е способен да го направи" (Hawley and Williams, 1996, p. 65).

За преодоляване на споменатите проблеми и конфликти са възникнали и съответни механизми. Един от механизмите, идентифицирани от Heugens and Otten (2005) е създаване на подходяща **организационна уредба**. Той отразява възгледа, че най-добрият начин за контрол над ръководителите е създаването на институционализирана система от бариери и балансори за тяхната дейност. Това се постига чрез създаване на комитети към Съвета на директорите, които работят в интерес на акционерите (Gedajlovic and Shapiro, 1998) – (1) Комитет по номинациите, гарантиращ справедлив и балансиран подбор на нови членове на Съвета на директорите със съответната компетентност; (2) Комитет по одита, подsigуряващ достоверна информация за финансовото състояние и оперативната дейност на корпорацията; (3) Комитет по възнагражденията, отговорен за определяне на такива правила на заплащане на висшето ръководство, които да гарантират възможност за привличане и задържане на способни кадри, но и да са съответни на техния принос за корпорацията. Към вътрешноорганизационните механизми може да се отнесе и система за

защита на служители и работници, които подават сигнали за нередности в организацията, така че те да не се опасяват от отмъщение от страна на ръководството. Съвкупността от изброените структури определя организационните граници за поведението на ръководителите (Michael and Pearce, 2004).

Според механизма **концентрация на собствеността**, начинът за контрол над ръководителите е намаляване степенята на разделяне на собствеността от контрола чрез концентрация на корпоративните акции в ръцете на няколко влиятелни инвеститора. В резултат на концентрацията на собствеността (Вж. например: Shleifer and Vishny, 1986) тези инвеститори ще получат както мотивация, така и средства за надзор и контрол над ръководителите (Shleifer and Vishny, 1997). Стимулите на контролиращите акционери за надзор са значителни, защото те са крайните остатъчни претенденти (Alchian and Demsetz, 1972). В същото време те имат и възможност да осъществяват надзор поради влиянието си върху Съвета на директорите (Fama and Jensen, 1983b; Tosi and Gomez-Mejia, 1989). Важна категория едри акционери са институционалните инвеститори, на които често се предоставят допълнителни права и отговорности – право на улеснен достъп до висшето ръководство, както и да свикват събрания на акционерите, и задължение да участват активно в корпоративното управление.

Чрез механизма на **правна защита при разпръснатата собственост** проблемът на представителството намира решение, като правата на всички акционери (вклю-

чително и дребните) са изрично определени и гарантирани юридически (Jensen and Meckling, 1976). Редица изследвания показват, че силната правна защита на правата на дребните акционери може да допринесе за по-ефективно разпределение на инвестициите, за по-развити финансови пазари, по-висока оценка на публичните корпорации, и дори – за по-голям икономически растеж (Beck, Levine, and Loayza, 2000; La Porta *et al.*, 2002; Rajan and Zingales, 1998).

2.2. Множество правоприоритети (мултипринципал)

Както отбелязахме, ключов проблем в корпоративното управление е как ръководителите да станат подотчетни на инвеститорите в корпорацията, като традиционно в качество на инвеститори с право на собственост се разглеждат единствено акционерите. Но в литературата се поставя и въпросът какво представлява "инвестиция" в корпорацията, която оправдава предоставянето на право за надзор и направляване на ръководството. Той присъства още в първите теоретични дебати, отнасящи се до корпоративното управление. Основните параметри на дискусията са определени в поредица от три статии, публикувани в САЩ в началото на 30-те години на XX век от A. Berle и E. Dodd (Berle, 1931; Dodd, 1932; Berle, 1932).⁵ Макар Berle да твърди, че "властта в корпорацията е власт, поверена в името на акционерите и на никой друг", Dodd и редица автори след него обосновават необходимостта да се отчитат интересите на всички заинтересувани (засегнати) лица от дейността на съвременната корпорация – акционери-

⁵ Berle застъпва позицията, че корпорацията трябва да бъде управлявана единствено в интерес на акционерите, докато Dodd смята, че ръководителите на компаниите трябва да са "пазители на всички интереси, които корпорацията засяга, а не просто слуги на нейните формални собственици (absentee owners)" (Dodd, 1932, с. 1157).

те, но и кредиторите, доставчиците, клиентите, заетите и др. (вж. също Bernheim and Whinston, 1985, 1986a,b). Застъпва се и тезата, че съобразяването с интересите и на "другите засегнати страни" в крайна сметка означава по-добра защита на интересите на акционерите.

Множествеността на правоприетелите присъства в *подхода на заинтересуваните лица*, при който фирмата се възприема като "система от заинтересувани лица, функционираща в рамките на по-широката система на обществото, което подsigурява необходимата правна и пазарна инфраструктура за дейностите на фирмата. Целта на фирмата е да създава богатство или стойност (изгода) за своите заинтересувани лица, като превръща техните вложения в стоки и услуги" (Clarkson, 1994). Подкрепяйки този възглед, Blair (1995) заявява, че "целта на директорите и ръководството трябва да бъде създаването на максимално количество материални блага от фирмата. Ключът за постигането на това е предоставянето на повече влияние и на собственически стимули на тези участници във фирмата, които допринасят или контролират критични, специализирани ресурси (специфичен за фирмата човешки капитал), и обвързването на интересите на тези критични заинтересувани лица с интересите на външните, пасивни акционери" (Blair, 1995, р. 322). В тази връзка Porter (1992) препоръчва на американските политици "да насърчават дългосрочната собственост на заетите" и "да поощряват участието в бордовете на важни клиенти, доставчици, финансови съветници, заети и представители на обществеността" (Porter, 1992, pp. 16-17).

Кибернетичният подход също обосновава необходимостта от участие на за-

интересуваните лица в корпоративното управление. Той предоставя основа за оценка на надеждността на информационната и контролна система на корпоративното управление в няколко аспекта. Von Neumann and Morgenstern (1953) демонстрират как грешките при обработване на информация с ненадеждни компоненти могат да бъдат намалени до необходимото ниво чрез използване на достатъчно голям брой изчислителни компоненти. В контекста на корпоративното управление това може да е броят на членовете на борга. Shannon (1949) показва, че достоверна информация може да бъде получена от ненадеждни канали, ако те се използват паралелно. За да се избегнат изкривяването, изопачаването и грешките в информационния поток, е необходимо съветът на директорите да получава информация както от ръководството, така и от стратегическите заинтересувани лица. Ashby (1968, р. 202) отбелязва, че "сложността може да се управлява само чрез сложност". Организациите, които са сложни и/или функционират в сложно динамично обкръжение, изискват сложни системи за контрол, като при корпорациите това може да е многостепенност при бордовете и/или мрежа от фирми (Craven et al., 1996), както и включване на стратегическите заинтересувани лица в корпоративното управление (Blair, 1995; Fukao, 1995; Porter, 1992; Turnbull, 1994; Turnbull, 1995; Turnbull, 1997b).

Този аспект допълнително усложнява основния проблем на корпоративното управление, като вече отношенията са между агента (ръководството на корпорацията) и множеството принципиали, които споменахме – освен различните категории акционери се включват и ред други заинтересувани лица. В резултат на това може да се даде едно по-широко определение, според което

"[к]орпоративното управление включва балансирането на сложни интереси в процеса на създаване на стойност за благото на една широка общност." (Clarke, 2007, p. 85).

3. Подходи и механизми, предполагащи добросъвестност на посредниците

В разгледаните досега подходи се навяват на проблемите на посредничеството, но съществува и т. нар. "*подход на добрия стопанин*", противопоставящ се на тях с допускането си за добросъвестността на ръководителите и с отричането на необходимостта от създаване на специални механизми за контрол върху тяхната дейност. Неговите привърженици смятат, че "ръководителите са добри стопани на корпорациите и усърдно работят, за да постигнат високо равнище на корпоративна печалба и възвращаемост за акционерите" (Donaldson and Davis, 1994). Основната идея е, че ръководителите от практиката се различават от егоистичния образ, който представя теорията за представителството (и неохобската традиция в организационната икономика като цяло, Вж. Bowles, 1985). Те се разглеждат като добронамерени стопани, чиито интереси естествено се съчетават с тези на принципала, тъй като и за двете страни е чест да дават своя принос за по-широката социална система, от която са част (Lee and O'Neill, 2003). Donaldson и Davis отбелязват, че "като се имат предвид нуждите на ръководителите за отговорна, самостоятелна работа, организациите могат да бъдат по-добре управлявани, ако ръководителите бъдат освободени от подчинението си на съвети, доминирани от неизпълнителни директори" (Donaldson and Davis, 1994). Най-

добри резултати биха се постигнали, ако на такива "добри стопани" се дадат максимално широки правомощия, затова "застъпниците на теорията за добрия стопанин се съсредоточават върху структури, които улесняват и овластяват, а не върху тези които извършват надзор и контрол" (Davis *et al.*, 1997, p. 26). Подобен механизъм за корпоративно управление е определен от Neugens and Otten (2005) като "**овластяване на ръководството**".

Друг възглед за мотивацията на ръководителите да действат в интерес на собствениците може да бъде наречен "**оценяване на ръководителите**". Подобен механизъм разчита на вътрешно присъщата на всеки човек необходимост да получава одобрението на другите (Fodor, 1983). Очакванията са, че корпоративните ръководства ще се стремят да постигнат максимално добри резултати в своята организация, защото това ще им донесе признание от обществеността. Освен тази морална страна, създаването на репутация за изключителни способности може да получи и материално изражение под формата на високо парично възнаграждение (Milbourn, 2003). Така ръководителите имат стимул да разгласяват широко добрите финансови и оперативни показатели на своите фирми чрез назначаване на одитори, а също и положителните резултати в други сфери на дейност чрез службата за връзки с обществеността. По този начин се постига по-голяма прозрачност в работата на ръководните екипи на корпорациите.

Интердисциплинарността на корпоративното управление се изразява и в подход, основан на културата. Като пример за *културологична трактовка* Turnbull (1997a) цитира Hollingsworth *et al.* (1994),

които в контекста на сделките, управлявани от мрежи на мезоравнище, пишат, че "...сделките се осъществяват на основата на взаимно доверие и вяра, поддържани от трайни, преференциални, точно определени, реципрочни и без юридическа сила отношения. Те могат да се поддържат или от споделянето на общи ценности, или от ресурсна зависимост, т. е. – посредством 'култура' и 'общност', или чрез налагането на зависимост от страна на доминиращите единици върху останалите." (Hollingsworth *et al.*, 1994, p. 6).

Вместо заключение: Цели на корпоративното управление

Въпросът, дали е достатъчно да се наблюдава само върху възвращаемостта за акционерите, или фирмата е призвана да обслужва много по-широк кръг от интереси на всички заинтересувани лица, отразява съществуването на фундаментални различия във възприятията между отделните страни и региони относно корпоративните ценности и цели. Те се отнасят и до тълкуването на крайните цели (смисъла от съществуването) на бизнес корпорациите. На съвременния етап корпоративните ценности в нарастваща степен съответстват на поставяните в целия свят изисквания към бизнеса да проявява социална отговорност и грижа за околната среда (да бъде екологично устойчив).

Без да се определи целева функция на корпорацията не би било възможно да се оценят качествено различните алтернативни подходи. Една от предлаганите цели е постигане на максимална добавена стойност. Корпоративното устройство може да се смята за ефективно

единствено ако поражда най-високите възможни доходи за всички засегнати принципи (акционерите, кредиторите, заетите, данъчните власти и т.н.). Този критерий за ефективност обикновено се нарича "ефективност *ex-ante*". Съответно се привежда и критерий за "ефективност *ex-post*", отговарящ на ефективността по Парето, т. е. да не съществува възможност за промяна в корпоративното устройство, която всички засегнати страни биха предпочитали. (Вж. Vesht *et al.*, 2005) За да се приеме за ефективна, една корпорация би трябвало да удовлетвори едновременно и двата критерия.

В икономическата теория за правата на собственост те се свеждат до понятията за остатъчни права и остатъчни приходи. Може да се приеме, че отношенията между хората се градят на основата на договори. В същото време, поради високата степен на неизвестност и голямата сложност в заобикалящата ни действителност договорите не могат да покрият всички възможни събития, т.е. договорите неизбежно са непълни (несвършени). Това означава, че след предписването със закон или договор на всички права върху дадено благо една съвкупност от права ще бъдат остатъчни. При настъпването на събития, които не са предвидени в договор или закон, правата да разполага с благо както намери за добре, т.е. остатъчните права на контрол, принадлежат на собственика. Значението на остатъчните права на контрол произлиза от невъзможността да се напишат и да се обезпечи изпълнението на пълни (свършени) договори и от икономическите предимства при съсредоточаването на всички контролни права, които не са вече предоставени другояче, в

ръцете на един, точно определен индивид.

Собственикът понася и всички възможни последствия, засягащи както физическото състояние, така и стойността на това благо, т.е. остатъчните приходи. Непълнотата на договорите е факторът, който предопределя и появата на понятието за остатъчни приходи. Собственикът на дадена вещь (актив) се смята за остатъчен правоимащ спрямо целия чист доход, който може да бъде извлечен от тази вещь.

Традиционно най-широко приет критерий за ефективност (и цел) на корпоративното управление е постигането на максимална цена на акциите. Jensen and Meckling (1976) твърдят, че ако фирмата се разглежда като съвкупност от пълни (съвършени) договори с кредиторите, заетите, клиентите, доставчиците и т. н., а акционерите са притежатели на остатъчните права (т. е. единствените отворени (непълни) договори са с акционерите), то при допускане за отсъствие на проблем на посредничеството максимизирането на акционерната стойност е равнозначно на икономическа ефективност. Може да се отбележи, че и двете допускания не са твърде реалистични – както за "пълнотата" на договорите с всички останали страни освен акционерите, така и за липсата на агентски проблем.

Williamson (1984, 1985) също се причислява към изследователите, застъпващи тезата, че правилата на корпоративното управление трябва да защитават предимно интересите на акционерите, тъй като те са сравнително най-уязвимата сред заинтересуваните страни. В същия дух Hansmann (1996) твърди, че съсредоточаването върху една от заин-

тересуваните страни е ефективно, тъй като така се намаляват както разходите за вземане на решения, така и безконтролността на ръководителите. Все пак Hansmann не отрича напълно съобразяването с другите заинтересувани страни, предлагайки корпорацията да определи, от една страна, алтернативата с най-ниски разходи за вземане на решения, а от друга – групата, която най-силно се нуждае от защита.

Имайки предвид очертаните проблеми, с които се занимава **корпоративното управление**, може да се обобщи, че то "засяга институциите, които влияят върху начина, по който бизнес корпорациите разпределят ресурсите и приходите. По-конкретно, **системата за корпоративно управление** определя кой взема инвестиционните решения в корпорацията, какви типове инвестиции се осъществяват и как се разпределят приходите от направените инвестиции." (O'Sullivan, 2003, p. 24; O'Sullivan, 2000)

Представените подходи и модели са само част от множеството интерпретации на теоретичните рамки за изучаване на корпоративното управление и неговите механизми. Те могат да послужат като база за по-задълбочен анализ на елементите на корпоративното управление и взаимодействието помежду им.

Литература

1. Боева, Б. (2001 г.) *Корпоративно управление: от мощните корпорации към икономиките в преход*. София.
2. Георгиев, И. (2009 г.) *Корпоративно управление: съвременният формат*. София.
3. *Кратка енциклопедия по корпоративно ръководство*. (2010 г.) Варна.
4. Минчев В., Петкова Р., Чунев П. и В. Бошнаков. (2007 г.) *Публичните гужества и развитието на фондовата борса в България: противоречиви траектории на българския корпоративен модел*. София, акад. изд. "Проф. Марин Дринов".
5. Науденов, Н. (2007 г.) "Капиталов модел на акционерна собственост", *Икономическа мисъл*, кн. 1, с. 42-59.
6. Прохаска, М. и П. Чунев. (2000 г.) *Корпоративно управление и контрол в България*. Център за изследване на демокрацията, София.
7. Alchian, A. A., and Demsetz, H. (1972) "Production, Information Costs, and Economic organization. *American Economic Review*", 62: 777-795.
8. Ashby, W.R. (1968) *An Introduction to Cybernetics*, University Paperback, London.
9. Becht, M., Bolton, P. and A. Roell (2005) "Corporate Governance and Control", ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 02/2002, Updated August 2005. http://ssrn.com/abstract_id=343461
10. Beck, T., Levine, R., and Loayza, N. (2000) "Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*", 58(1-2): 261-300.
11. Berle, A. (1931). "Corporate Powers as Powers in Trust". *Harvard Law Review*, 44, 1049.
12. Berle, A. (1932) "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note", *Harvard Law Review*, 45, 1365.
13. Bernheim, B. D., and Whinston, M. (1985). "Common Marketing Agency as a Device for Facilitating Collusion". *RAND Journal of Economics*, 16, 269-281.
14. Bernheim, B. D., and Whinston, M. (1986a). "Menu Auctions, Resource Allocation, and Economic Influence". *Quarterly Journal of Economics*, 101, 1-31.
15. Bernheim, B. D., and Whinston, M. (1986b). "Common Agency". *Econometrica*, 54 (4), 923-942.
16. Blair, M.M. (1995) *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
17. Bowles, S. (1985) "The production process in a competitive economy: Walrasian, Neo-Hobbesian, and Marxian models", *American Economic Review*, 75: 16-36.
18. Brennan, G., and Pettit, P. (2004) *The Economy of Esteem*. Oxford: Oxford University Press.
19. Clarke, T. (2007) *International Corporate Governance: A Comparative Approach*. Routledge.
20. Clarkson, M.B.E. (1994) *A Risk Based Model of Stakeholder Theory*, The Centre for Corporate Social Performance and Ethics, University of Toronto.
21. Craven, D.W., Piercy, N.F. and Shipp, S.H. (1996) "New Organizational Forms for Competing in Highly Dynamic Environments: The Network Paradigm", *British Journal of Management*, 7: 203-218.

22. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., and Johnson, J. L. (1998) "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.
23. Davis, J. H., Schoorman, F. D., and Donaldson, L. (1997) "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, 22: 20-47.
24. Dodd, E. (1932) "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review*, 45, 1145.
25. Donaldson, L. and Davis, J. H. (1994) "Boards and Company Performance – Research Challenges the Conventional Wisdom", *Corporate Governance: An International Review*, 2 (3): 151-160.
26. Eells, R. S. F. (1960) *The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*. Columbia University Press, NY.
27. Fama, E. and Jensen, M. (1983a) "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-326.
28. Fama, E. and Jensen, M. (1983b) "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26: 327-349.
29. Fodor, J. (1983) *The modularity of mind*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
30. Fukao, M. (1995) *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
31. Gedajlovic, E. R., and Shapiro, D. M. (1998) "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", *Strategic Management Journal*, 19(6): 533- 553.
32. Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1980) "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
33. Hansmann, H. (1996) *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
34. Hawley, J.P. and Williams A.T. (1996) "Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism", *Working Paper*, Saint Mary's College of California, School of Economics and Business Administration.
35. Heugens, P.P.M.A.R. and J. Otten. (2005) "Corporate Governance Reforms around the World", *Discussion Paper Series 05-08*, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Utrecht School of Economics.
36. Hollingsworth, J.R., Schmitter, P.C. and Streeck, W. (1994) "Capitalism, Sectors, Institutions, and Performance", in *Governing Capitalist Economies*, eds Hollingsworth, J.R., Schmitter, P.C. and Streeck, W., Oxford University Press, New York.
37. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
38. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2002) "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, 57(3): 1147-1170.
39. LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. (2000) "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
40. Lee, P. M., and O'Neill, H. M. (2003) "Ownership structures and R&D investments of US and Japanese firms: Agency and stewardship

- perspectives", *Academy of Management Journal*, 46 (2): 212-225.
41. Mead, E. S. (1928) *Corporation Finance*, 6th Edition. Appleton, New York, London.
 42. Michael, S. C., and Pearce, J. A. (2004) "Choosing Constraints as a Third Solution to Agency. *Journal of Management Studies*, 41(7): 1171-1197.
 43. Milbourn, T. T. (2003) "CEO Reputation and Stock-based Compensation", *Journal of Financial Economics*, 68(2): 233-262.
 44. Neumann J. von, and Morgenstern, O. (1953) *Theory of Games and Economic Behavior* (3d. ed.). Princeton, NJ: Princeton University Press.
 45. O'Sullivan, M. (2000) *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press.
 46. O'Sullivan, M. (2003) "The Political Economy of Comparative Corporate Governance", *Review of International Political Economy*, 10, 1.
 47. Porter, M.E. (1992), "Capital Choices: Changing The Way America Invests in Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5 (2): 4-16.
 48. Pound, J. (1993) "The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control", *New York University Law Review*, 68(5): 1003-1071.
 49. Rajan, R. G., and Zingales, L. (1998) "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88 (3): 559-586.
 50. Ross, S. (1973) "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, 63: 134-139.
 51. Shannon, C.E. (1949) "Communications Theory of Secrecy Systems", *Bell System Technical Journal*, 28: 656-715.
 52. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1986) "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
 53. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997) "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
 54. Tosi, H. L., and Gomez-Mejia, L. R. (1989) "The Decoupling of CEO Pay and Performance – an Agency Theory Perspective", *Administrative Science Quarterly*, 34(2): 169-189.
 55. Turnbull, S. (1994) "Stakeholder Democracy: Redesigning the Governance of Firms and Bureaucracies", *Journal of Socio-Economics*, 23(3): 321-360.
 56. Turnbull, S. (1995) "Corporate Governance", *Harvard Business Review*, 169-170.
 57. Turnbull, S. (1997a) "Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories" *Corporate Governance: An international review*, 5: 180-205.
 58. Turnbull, S. (1997b) "Stakeholder Governance: a Cybernetic and Property Rights Analysis", *Corporate Governance: An International Review*, 5(1): 11-23.
 59. Williamson, O. (1984). "Corporate Governance". *Yale Law Journal*, 93, 1197-1230.
 60. Williamson, O. (1985). "Employee Ownership and Internal Governance: A Perspective". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 6, 243-245.