

**КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ В НОВАТА НОРМАЛНОСТ:
КОНСТАТИЦИИ И ПРЕПОРЪКИ НА МЕЖДУНАРОДНИ
ОРГАНИЗАЦИИ**
Мирослав Неделчев

**CORPORATE GOVERNANCE IN NEW NORMALITY: FINDINGS
AND RECOMMENDATIONS BY INTERNATIONAL
ORGANIZATIONS**
Miroslav Nedelchev¹⁴

Received: 03.02.2017, Accepted: 12.03.2017

Abstract

In analyzing effects of global crisis the international organizations identifying a series of shortcomings and outline best practices in corporate governance. The aim of the study is to identify the participants and instruments in corporate governance in the so-called new normality. The results show that it is gear more closely to the interests of stakeholders, rather than those of shareholders. It was also found that internationally there is a trend towards convergence of practices in corporate governance and in utmost to increase the liability of shareholders and increase the accountability of managers.

Keywords: corporate governance, international organizations, good practices

JEL Codes: G34, O19

1. Въведение

В т.нар. „нова реалност“ икономиката се характеризира с: множество центрове на властта, където се вземат решения за справяне с ефектите от кризата; по-строг надзорен режим, вкл. над посредниците до крайния клиент; нарастваща ресурсна подкрепа от компаниите-майка. Бизнес-климатът се отличава с висока степен на нестабилност и надпревара за конкурентоспособност в световен мащаб. Правителствата започват да играят все по-голяма роля за пререгулиране на бизнес-средата съобразно новите социални и екологични изисквания (World Economic Forum, 2011).

¹⁴ International Business School, Botevgrad, mnedelchev@ibsedu.bg

След намесата на държавата за намаляване на ефектите от световната криза настъпва периода на т.нар. „нова нормалност“, чиито характеристики са: забавен икономически растеж; висока степен на правителствена намеса в частния бизнес чрез засилена регулация; намаляване на склонността към предприемане на риск; увеличен натиск върху компаниите да генерират по-високи краткосрочни печалби за акционерите и заинтересуваните лица. В сферата на корпоративното управление компаниите започват да прилагат нови стратегии на сливания, за да постигнат допълнителни финансови резултати от ефекта на синергия. Надзорният режим е насочен преди всичко към възнагражденията на изпълнителните директори и към насърчаване на инвестициите в инструменти като облигации за сметка на влагането на капитал в акции (Dabla-Norris et al., 2015).

След новата реалност, свързана с началото на финансовата криза, икономиката започва да се развива в среда, определена като „нова нормалност“, в която макроикономическите показатели не дават основания за оптимизъм по отношение на възможността да се постигнат икономическите резултати отпреди кризата. Това се отнася и за корпоративното управление. Макар че не е толкова често коментирано, както през предшестващите кризата години (Larosiere, 2009), анализирайки последиците от нея, се прави равносметката, че съществуващото дотогава корпоративно управление, основано на саморегулирането, не е достатъчно ефективно (Европейска комисия, 2011).

Световната криза разкрива редица нови проявления на корпоративното управление, а ефектите от нея разширяват кръга от международни организации, имащи за свой приоритет създаването на общи принципи за подобряване на политиките и практиките на компаниите в глобален аспект. По-важните сред тях са Съветът за финансова стабилност на G20, G8, Международната организация на институционалните инвеститори, Европейската банка за възстановяване и развитие, Международната организация на комисиите по ценни книжа, Организацията за икономическо сътрудничество и развитие и др. Увеличаването на броя на тези организации отразява свързаността на отделните пазари и необходимостта от структурни реформи (Хубенова-Делисивкова, 2011).

Показателна в това отношение е дейността на работната група по корпоративно управление на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие, която в доклада си „Стратегически отговор на финансовата криза“ определя допуснатите в изпълнението на ангажиментите по корпоративно управление грешки като една от основните причини за

възникването на кризата (Kirkpatrick, 2009). В доклада са посочени редица слаби страни в съществуващите управленски системи, свързани с пропуски при разкриването на информация, с качеството на анализ на сложни инвестиционни инструменти от рейтингови агенции (Казанджиева, 2013). Във връзка с това експертите препоръчват преоценка на адекватността на принципите по корпоративно управление в ключови области като квалифицирания контрол от борда, управлението на риска, възнаграждението на ръководителите и упражняването на акционерните права.

2. Участници и инструменти в корпоративното управление

Акционери

През периода, предшестваш „новата нормалност“, инициативността на акционерите в корпоративното управление е ниска (Arcot & Bruno, 2006). Техният стремеж е преди всичко реализирането на висока доходност, без да се прави адекватна оценка на рисковете, което до голяма степен допринася за възникването на глобалната криза. Намесата им в корпоративното управление е ограничена - предимно в случаите, когато постигнатите от ръководителите резултати са незадоволителни. Ролята на акционерите за установяването на добри практики в тази област намалява, което дава основание на някои автори да ги определят като „пазарни участници“ (Sun, Stewart, & Pollard, 2011).

Една от слабите страни на корпоративното управление по онова време е упражняването на акционерните права (Organisation for economic co-operation and development, 2009, p. 3). Мотивите на акционерите са краткосрочни, подобно на тези на търговците на ценни книжа и на ръководителите, което обяснява временното съвпадение на техните интереси и неефективния контрол от страна на борда. Пренебрегва се фактът, че упражняването на правото на глас от акционерите трябва да обхваща функциите на борда по управление на риска и за определяне на системите за възнаграждение. Ниската активност при гласуване на ключови решения е породена от наличието на различни класове, както и от големия брой индивидуални акционери, включително с акции на приносител (напр. при казуса с Фортис Банк-Белгия) (OECD Steering group on Corporate governance, 2010).

Паралелно с мястото на акционерите се преосмисля и това на институционалните инвеститори. Като правило информиращата роля, която те имат в корпоративното управление, ги квалифицира като „идеалните да

действат като пазител” на добрите практики в тази област (Winter, 2002). В действителност обаче слабата активност и механичното гласуване на институционалните инвеститори дават основание те да бъдат определяни като „отсъстващите хазяи” (Myners, 2009). Критиките към тях са, че не са отделяли достатъчно време и ресурси да упражняват ефективен мониторинг. Изтъква се, че инвеститорите не са успели да се възползват от правата си за директно или индиректно влияние върху управлението чрез основния си инструмент - упражняване на правото на глас на общото събрание на акционерите, тъй като са били „твърде доверчиви и склонни да не оспорват взетите решения”. Някои инвеститори са действали неправилно и при управлението на конфликтите на интереси, като са стимулирали активно стремежа към краткосрочни печалби.

Нов тип въпроси поставя и феноменът „отделяне на собствеността от собствеността” (Kohn & Yip-Williams, 2013). Те са насочени към подобряване на качеството на наблюдение, осъществявано върху ръководителите, включвайки в него собствениците на активи, както и чрез по-активно управление на конфликтите на интереси и изравняване на мотивите на акционерите и ръководителите.

Ръководители

Заключенията от доклада на Групата дьо Ларозиер за ефектите на световната криза върху корпоративното управление описват акционерите като участници, които невинаги са изпълнявали правилно ролята си на собственици на предприятията. Освен тях като фактор, допринесъл за кризата, докладът определя още един участник в корпоративното управление – ръководителите, като се посочва, че те често не са съумявали да разберат нито естеството, нито размера на рисковете, с които се сблъскват.

Показателни в това отношение са констатациите на Базелския комитет за поредица от грешки, допуснати от ръководителите в периода преди кризата (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Изтъква се, че те са създавали сложни и непрозрачни организационни структури, а надзорът от борда над ръководителите се е извършвал неадекватно. Базелският комитет установява, че е съществувало нарастващо разминаване между структурите на управление на ниво компания-майка и на типа дейност, от една страна, и легалната структура на дадено дружество, от друга (например, когато служителите имат двойна линия на отчетност - и към управлението на вида дейност, и към това на дружеството). Международната мрежа по

корпоративно управление допълва към тези констатации, че ръководителите често са толерирали погрешни мотиви (Tomasic, 2009, p. 5). Стремещът към постигане на висока, но краткосрочна и рискова печалба, е допринесъл за възникването на кризата и за нейното разпространяване в други сектори и държави.

Във връзка с изложеното дотук препоръката на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие по отношение на практиките по корпоративно управление е да се подобри прозрачността за сметка на разкриването на информация (Organisation for economic co-operation and development, 2009, p. 7). Това включва разяснения за финансовите постижения и предприетите рискове, както и въвеждане на системи за възнаграждение, стимулиращи дългосрочни резултати (т.е. създаване на инструменти за възнаграждение на изпълнителните директори въз основа на реализирани резултати). За да се подобри ex post отчетността, се въвежда ex ante принципът „say-on-pay“ с цел разкриване на механизма за формиране на възнагражденията на ръководителите и изплатените бонуси за предприети рискове.

Всичко това определя необходимостта от конвергенция на практиките на ръководителите по отношение на отчетността пред акционерите, което може да се постигне чрез увеличаване на броя на независимите директори и разделяне на функцията на главния изпълнителен директор от председателя на борда. Въпреки хармонизирането на националните законодателства в тази област обаче все още са налице несъответствия в съотношението между броя на външните директори в борда, независимостта на председателите на комисиите с контролни функции и на изискванията за образование и опит на председателя на борда.

„Новата нормалност“ изисква и провеждането на реформи, насочени към разнообразяване на състава на борда по професия, националност и пол. Целта е да се осигурят ефективни процеси за вземане на решения въз основа на конструктивна вътрешна дискусия. Във връзка с политиката си в това отношение Европейската комисия дава и ново определение за корпоративния борд – тя го дефинира вече като орган, състоящ се от „членове без изпълнителни правомощия“ (European Commission, 2011). Въвеждането на разнообразие води до положителни резултати - то предизвиква „ефект на устойчивостта“, т.е. промяната в състава на борда не се отразява върху качеството на взетото решение.

Тук трябва да отбележим, че средните стойности на разнообразието на бордовете в България надвишават тези на ЕС (Nedelchev, 2017).

Преобладаващо е разнообразието по професия, при показателя „националност“ то е с най-ниска динамика предвид субсидиарността на българските дружества в европейските холдинги, а разнообразието по пол е най-лесно за измерване, но при него най-сложно се доказва мотивацията. Разнообразието по пол в България е ограничено поради малкия брой членове на бордовете (Cigna et al., 2016, p. 8).

Експерт-счетоводители

Доброто корпоративно управление се фокусира върху експерт-счетоводителите (United Nations Conference on Trade and Development, 2010, p. 5). Те са ефективни участници в процеса на мониторинг със задълбочени познания за функционирането и практиките на управление на компаниите (RiskMetrics Group, 2009). Експерт-счетоводителите играят важна роля, защото могат да добавят стойност, давайки независима оценка относно спазването на отделни аспекти на корпоративното управление и съответствието им на определените стандарти.

Глобалната криза обаче разкрива някои практики по корпоративно управление, които одиторите не са успели да установят преди нейното настъпване (Organisation for economic co-operation and development, 2009, p. 12). Става ясно например, че ефективността на експерт-счетоводителите е била намалена поради наличието на конфликт на интереси (Fuchita & Litan, 2006). Базелският комитет определя като съществена грешка обстоятелството, че надзорните органи не са се възползвали от експерт-счетоводители за регулярни оценки на политиките по корпоративно управление (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Във връзка с това се подчертава тяхното значение за прилагането на добри практики по корпоративно управление чрез регулярни комуникации с бордовете, ръководителите и надзорни органи, което би увеличило възможността за ранно идентифициране на значителни или системни рискове.

Надзорни органи

Грешките в регулирането са една от главните причини за съвременната финансова криза (Bank for International Settlements, 2012), като някои автори дори твърдят, че в основата ѝ стоят надзорните органи (Sun, Stewart, & Pollard, 2011). Съветът за финансова стабилност към G20 определя неадекватната политика по надзор и оценка на рисковете на финансовите

пазари като съществена предпоставка за създаване на риск, вкл. и политически.

Вследствие на приетия през 2008 г. от Европейската комисия План за действие в областта на финансовите услуги, изискващ от участниците на финансовите пазари да увеличат значително усилията си в това отношение, настъпва известна „регулаторна умора“ (Европейска комисия, 2008, с. 115). Като продължение на този план Европейската комисия изготвя Бяла книга относно политиката в областта на финансовите услуги през периода 2005–2010 г. По този начин се избягва въвеждането на широкомащабна регулаторна програма, като усилията се съсредоточават най-вече върху осигуряването и прилагането на съществуващата нормативна база и върху постигането на целево усъвършенстване на действащата регулаторна и надзорна рамка, и то преди всичко по отношение на отстраняване на пропуските в процеса на финансова интеграция.

Грешките на надзорните органи са обосновани с дерегулацията във финансовата система, а регулаторните проблеми (дерегулация, регулаторен гап и саморегулиране) са определени като ключов фактор за слабостта на системата на корпоративно управление, която е допринесла за възникването на финансовата криза. Базелският комитет отчита липсата на регулярна оценка на политиките по корпоративно управление и тяхното прилагане като съществен недостатък и препоръчва надзорните органи да определят тези политики съобразно рисковия профил и системната важност на всяка организация (Basel Committee on Banking Supervision, 2012).

Ключов извод от случилото се по време на кризата е, че наличието на сложни корпоративни структури е затруднило надзорните органи ефективно да разкриват проблемите (Senior Supervisors Group, 2009). За това са допринесли допълнително недостатъчните ресурси и обучение на персонала, необходими, за да бъде надзорният орган ефективен при контрола над рисковия профил на корпорациите (Financial Services Authority, 2008). Не на последно място трябва да се отчете и наличието на множество надзорни органи в една и съща държава без ясно разпределение на отговорностите между тях (Kirpatrick, 2009). Многобройността на надзорните органи има и друг недостатък – поради ограничените си правомощия всеки от тях се фокусира върху единични случаи (Bank for International Settlements, 2011).

Инструменти

Основен инструмент за корпоративно управление е спазването на добри практики. В предшестващия „новата нормалност“ период всяка корпорация прилага национален кодекс за корпоративно управление, който на по-късен етап се трансформира механично - от „култура на кодекси“ се преминава към „култура на спазване“ (Sanderson et al., 2010).

Изследвайки корпоративното управление и поуките от финансовата криза, Организацията за икономическо сътрудничество и развитие установява, че е съществувал конфликт на интереси при един от основните инструменти в тази област - институционалните инвеститори (Organisation for economic co-operation and development, 2009). Те не оправдават очакванията за активно участие в корпоративното управление с информираща роля и при гласуване.

Друг инструмент за корпоративното управление, определен като водещ от Международната организация на комисиите за ценни книжа и разглеждан от нея като част от регулаторния режим, е вътрешният контрол (International Organization of Securities Commissions, 2009). В документите на организацията се подчертава, че практиките по вътрешен контрол трябва да бъдат насочени към периодично разкриване на информация. Същевременно е необходимо да се прави разграничение между вътрешния контрол и докладите за финансовото състояние (вкл. при определяне на лицата, отговорни за тези доклади).

3. Изводи и препоръки

Практиките по корпоративно управление преди настъпването на „новата нормалност“ са „един от основните недостатъци, допринесли за сегашната криза“ (Liikanen, 2012). Сега тяхното развитие е насочено към допълване на правата на акционерите, като паралелно с това се изисква те напълно да поемат своите отговорности. Същевременно ръководителите трябва да осигурят по-добра отчетност и по-голяма прозрачност при определяне на възнаграждението и предприетите рискове. Крайната цел е компаниите да постигнат конкурентоспособност в дългосрочен план.

Ефектите от световната криза говорят не само за неправилно прилагане на кодекси и практики, но и за изцяло погрешна рамка на корпоративното управление. Най-големите слабости в тази област, допринесли за настъпването на финансова криза, са по отношение на възнагражденията на

изпълнителните директори, управлението на риска, практиките на борда и изпълнението на акционерни права.

Глобализацията и международният характер на ефектите от световната криза налагат добрите практики по корпоративно управление да се дефинират от международните организации, тъй като се оказва, че конструирането на сложни инструменти не е допринесло за премахването на ефекта на изравняване на интересите на участниците. Сега традиционните участници и инструменти в този сектор получават различно измерение – усилията вече са насочени към ограничаване на вероятността от възникването на нова криза и пренасяне на свързаните с това разходи върху заинтересуваните лица, вкл. данъкоплатците.

ЛИТЕРАТУРА

- Казанджиева, И. (2013). Единният банков съюз и българската банкова система. IV Международна научна конференция следкризисният финансов маразъм в Европа и България. *Сборник с доклади, 23-26 май 2013, Правда, 47-53.*
- Хубенова-Делисивкова, Т. (2011). Структурните реформи в ЕС и въздействието им върху Европейското финансово пространство – предизвикателства и проблеми пред българския финансов сектор. "Investments in the future – 2011" *Proceedings Varna Scientific and Technical Unions, 1, 245-262.*
- Европейска комисия. (2008). ИПС@10: успехи и трудности след десетте години Икономически и паричен съюз.
- Европейска комисия. (2011). Рамка за корпоративно управление за европейските компании: какво да подобрим? *IP/11/404 Страсбург, 5 април 2011.*
- Arcot, S., & Bruno, V. (2006). In Letter but Not in Spirit. An Analysis of Corporate Governance in the UK. *SSRN Working Paper Series.*
- Bank for International Settlements. (2011). Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. November.
- Bank for International Settlements. (2012). Financial sector regulation for growth, equity and stability. *BIS Paper, 62.*
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). Principles for enhancing corporate governance. *Basel: Bank for International Settlements.*

- Basel Committee on Banking Supervision. (2012). Core Principles for Effective Banking Supervision.
- Cigna, G. P., Kobel, Y., Sigheartau, A. & Advisors, N. (2016). Corporate Governance in Transition Economies. *Bulgaria Country Report - Preliminary Report. EBRD.*
- Dabla-Norris, E., Guo, S., Haksar, V., Kim, M., Kochhar, K., Wiseman, K. & Zdzienicka, Al. (2015). The New Normal: A Sector-Level Perspective on Growth and Productivity Trends in Advanced Economies. *International Monetary Fund.*
- European Commission. (2011). Green Paper. The EU corporate governance framework. *COM(2011) 164 final.*
- Financial Services Authority. (2008). The FSA's internal audit review of its supervision of Northern Rock, and the FSA's management response. *London, April.*
- Fuchita, Y., & Litan, R. (2006). Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors? *Washington: Brookings Institution Press.*
- International Organization of Securities Commissions. (2009). Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities. *Consultation Report.*
- Kirkpatrick, G. (2009). The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Financial Market Trends. *OECD Steering Group on Corporate Governance, Organisation for Economic Co-Operation and Development.*
- Kohn, A., & Yip-Williams, L. (2013). The Separation of Ownership from Ownership. *The Conference Board, November.*
- Larosiere, J. (2009). The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. *Report. Brussels: European Commission.*
- Liikanen, E. (2012). High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector. *European Commission.*
- Myners (2009). Speech by Lord Myners on 21 April 2009 at Association of Investment Companies conference.
- Nedelchev, M. (2017). Board Diversity in Banks. *Economic Thought, 2 (4).*
- OECD Steering group on Corporate governance. (2010). *Corporate governance and the financial crises. OECD.*
- Organisation for economic co-operation and development. (2009). Corporate governance and the Financial Crises: Key Findings and Main Messages. *OECD.*
- RiskMetrics Group. (2009). Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States. 23 September.

- Sanderson, P., Seidl, D., Roberts J., & Krieger, B. (2010). Flexible or not? The comply-or-explain principle in UK and German corporate governance. *Centre for Business Research. University of Cambridge, Working Paper No. 407.*
- Senior Supervisors Group. (2009). Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008.
- Sun, W., Stewart, J. & Pollard, D. (2011). Corporate Governance and the Global Financial Crisis - International Perspectives. *Cambridge University Press.*
- Tomasic, R. (2009). Raising Corporate Governance Standards in Response To Corporate Rescue and Insolvency. *Corporate Rescue & Insolvency Journal*, 2(1), 5-9.
- United Nations Conference on Trade and Development. (2010). Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis. *Selected international views.*
- Winter, J. (2002). Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels.
- World Economic Forum. (2011). Shared Norms for the New Reality. Executive Summary. Annual Meeting 2011, *Davos-Klosters, Switzerland, 26-30 January.*