



Munich Personal RePEc Archive

Building a capital market under the conditions of transition: the case of Bulgaria

Miller, Jeffrey and Petranov, Stefan

Foundation Free Initiative

1998

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/109375/>
MPRA Paper No. 109375, posted 26 Aug 2021 05:28 UTC

Джефри Милър
Департамент по икономика
Университет Делавейър, САЩ

Стефан Петранов
Стопански факултет
Софийски Университет
"Св. Кл. Охридски"

ИЗГРАЖДАНЕ НА КАПИТАЛОВ ПАЗАР В УСЛОВИЯТА НА ПРЕХОД: ПРИМЕРЪТ НА БЪЛГАРИЯ¹

*"Пазарите на ценни книжа са интересно и забавно
зрелище, но те не са в сърцевината на действието"*
(Д. Стиглиц, 1991, с. 183)

*"В началото на 90-те години напълно стопански виждането
на Джузеф Стиглиц. Но капиталовите пазари започват
да действат по-бързо отколкото може да се очаква и
обикновено преди човек да се опита да ги регулира"*
(Валдав Клаус, 1997, с. 190-1)

Нарастващата важност на капиталовите пазари в съвременната икономика се дължи на две причини. Първата е свързана с изменението, настъпило на финансовите пазари, където през последната декада се забелязва тенденция към изместване на финансирането на стопанската дейност от банково към пазарно. Наличието на добре действащи капиталови пазари отвори възможността за фирмите чрез тях да търсят допълнителни източници за финансиране. Втората причина е постоянното нарастване на броя на собствениците на финансови инструменти.

Почти всички икономики в преход приложиха в една или друга степен различни програми за масова приватизация, в резултат на които много голяма част от гражданите станаха притежатели на ценни книжа. Например в Чехия около 80% от гражданите притежават акции. Това е много повече отколкото в Съеди-

¹ Финансова подкрепа за работата по тази статия е оказана от Националния изследователски съвет на САЩ чрез програмата "Twining Grant".

нените Щати, където този дял по принцип се счита за висок според международните стандарти.

Ако се приема, че смисълът на процеса на приватизация е предприемчивостта да започнат да функционират по-ефективно и да се извърши реструктуриране на икономиката, то следва да се отчита, че това няма да се получи докато мениджърите нямат подходящата мотивация. Когато е налице разделение между собствениците и мениджърите, няма естествена гаранция, че мениджърите ще имат правилната мотивация да извършват реструктуриране и да работят ефективно в интерес на собствениците.

До този момент в България сравнително малко внимание е отделено на важноста на институционалните аспекти, които дефинират отношенията между собственици и мениджъри. Малко внимание е отделено и на последиците, които тези аспекти ще имат върху бъдещото икономическо развитие. В крайна сметка различните обществени сили, включително и пазарът, ще формират тези отношения. Но тук роля има и държавата. Първо, конкретните схеми за приватизация силно ще повлият върху отношенията между собственици и мениджъри. Второ, Търговският закон и Законът за ценните книжа трябва да са формулирани така, че да се постига баланс между защитата на правата на акционерите и свободата на действие на мениджърите. Защото мениджърите имат нужда от свобода на действията, необходими при управлението на предприемчивостта, толкова повече, ако те се реструктурират. И същевременно, от друга страна, те имат редица естествени предимства, които могат да използват в своя полза за сметка на акционерите.

Закони, които защитават правата на акционерите, могат да увеличат стойността на акциите, при равни други условия. По този начин българските граждани ще получат справедливата стойност на своето участие в приватизационния процес. Освен това финансирането на бъдещата икономическа дейност чрез капиталовия пазар ще бъде по-лесно и по-достъпно.

Изграждането на добре функциониращ капиталов пазар е голямо предизвикателство. Това ясно си личи от опита на други страни в преход, които са прилагали програми за приватизация, сходни на българската. Например редица експерти са на мнение, че много от проблемите, които възникнаха в Чехия през 1997

г. са резултат на лошото функциониране на капиталовия пазар, който бе изграден в резултат на програмата за масова приватизация (Перлез, 1997). В Русия също бяха използвани ваучерни схеми за приватизиране на големите сегменти от икономиката, но капиталовият пазар там е неустойчив и правата на акционерите не са ясно защитени (Андрюс, 1997).

Фридман, Грей и Рапачински (1996, с.5) смятат, че причините за тези трудности могат да се свържат с факта, че корпоративното управление и контрол в страните в преход "е много различна задача в сравнение с това в развитите страни... В развитите страни измененията са минимални по своята природа... докато Източно-европейските институции функционират в среда, в която повечето реформи трябва да са глобални".

Глобалната природа на тези реформи е истинската причина за тяхната голяма икономическа значимост. Тъй като икономическото реструктуриране на предприемчивостта следва да бъде толкова "глобално", мениджърите следва да имат необходимата свобода на действие за неговото провеждане. Трудността в такава среда е да бъдат запазени правата на акционерите и същевременно да се осигури необходимата степен на свобода при неразвита институционална база, която ясно да дефинира отношенията между собственици и мениджъри.

С приключването на първата вълна на масовата приватизация в България има условия да се развие капиталовия пазар. Ние считаме, че на това трябва да се гледа в по-широк контекст на корпоративното управление и контрол и на икономическото реструктуриране. Има вече редица доказателства, че капиталовите пазари могат да имат положителен принос към икономическия растеж². И в тази връзка, за да

² В икономическата литература може да се проследи продължителен дебат на тема дали финансовите институции имат съществен принос за икономическия растеж. Безспорно е, че по-развитите икономики имат и по-развити финансови институции, но е трудно да се проследи каузалността. Дали финансовите институции се развиват като следствие на това, че икономиката се развива или финансовите институции, развивайки се стават генератор на икономическо развитие? (Ливайн, 1997а). В последните работи на Ливайн (1997б) се привеждат редица аргументи, че финансовите институции могат да бъдат фактор и да предизвикват икономически растеж.

Може България да привлече фондове от международните инвеститори, които се насочват към "зараждащите се пазари", трябва да успее да изгради добре функциониращ капиталов пазар.

В настоящата работа се дискутират проблемите на капиталовия пазар в България и се дават някои препоръки за неговото подобряване. В първи раздел се описват онези аспекти на текущото икономическо състояние, които налагат изграждането на ефективен капиталов пазар. Във втори раздел се анализират проблемите в Русия и Република Чехия, които съпътстват създаването на капиталови пазари в тези страни. На базата на техния опит се идентифицират потенциални проблеми, които могат да възникнат в България. Трети раздел е посветен на препоръките за подобряване на институционалната уредба на капиталовия пазар в България.

1. Икономическа среда

Опитът на страните, извършващи преход от централно планиране към пазарна икономика показва, че приватизацията на икономическите структури не може да се осъществи в желаните срокове и обеми на чисто пазарна основа. Практически всички страни, извършващи този преход в Централна и Източна Европа, както и в рамките на бившия Съветски съюз, приложиха под една или друга форма програми за т. нар. "масова приватизация". При тези програми част от държавните активи (обикновено сравнително голяма част, във формата на акции от държавни предприятия) преминават в собственост на частни индивиди или институции без срещу това да има еквивалентни парични плащания. В повечето случаи тези трансфери се извършват срещу предварително раздадени от държавата на широк кръг граждани платажни средства³, които са специално създадени за целта. В резултат на програмите за масова приватизация понастоящем в тези страни има сравнително голям обем финансови инструменти и голям брой икономически агенти, които желат да търгуват

с тях. Това развитие на процесите на приватизация поставя въпросите за изграждането, функционирането и регулирането на капиталовия пазар изненадващо рано на фона на развитието на останалите компоненти на икономическите реформи.

Би могло да се твърди, че размерите на капиталовите пазари и тяхната важност за икономиките в преход определено бяха до скоро подценявани. В началото на преходния период икономическата политика бе фокусирана преди всичко върху въпросите на макроикономическата стабилност и реструктурирането, като се считаше, че капиталовите пазари не могат да имат съществена роля в тези процеси, и че те ще се развият на един по-късен и по-зрял етап. След провеждането обаче на програми за "масова приватизация" този въпрос вече съвсем не стои така. Търговията с придобитите чрез тези програми финансови активи неизбежно започва да се развива под някаква форма, при това в условията на липса на какавто и да било опит и на добра нормативна база. Условията на капиталовите пазари все повече започват да влияят, и то съществено, върху общия икономически климат на икономиките в преход. Това означава, че създаването на подходяща инфраструктура и правилното регулиране на капиталовите пазари могат да изиграят важна роля за успешното осъществяване на прехода. И обратно, евентуален неуспех в тези насоки може да има много сериозен негативен ефект върху икономиката на дадена страна в преход. Примери в това отношение вече не липсват.

Понастоящем редица важни компоненти на икономическата среда в България имат връзка с капиталовия пазар. Тук ще разгледаме шест от тях, които според нас са особено важни.

1.1. Програма за масова приватизация

По отношение на схемите за приватизация България не е изключение от останалите икономики в преход. В нея също бе проведена машабна програма за масова приватизация през периода 1996-1997г⁴. След приключването на програма-

³ Приети термини за тези изкуствени платажни средства са: "ваучери", "ваучерни точки", "инвестиционни бонове" и др.

⁴ Понастоящем започва провеждането на "втора вълна" на масова приватизация, която ще се осъществява по принципино друга схема.

та, около 65 мил. акции от 1050⁵ държавни предприятия бяха приватизирани чрез провеждане на специфична система от взаимосвързани централизирани търгове⁶. На тези търгове можеха да участват индивидуални граждани или приватизационни фондове, играещи ролята на инвестиционни посредници. В резултат на провеждането на програмата около 3.5 млн. български граждани станаха собственици на финансови инструменти⁷. Около 3 млн. граждани притежават акции от 81 приватизационни фонда с обща номинална стойност около 60 млрд. лв. Около 0.5 млн. граждани притежават различни количества акции от предложените в програмата 1050 дружества. От своя страна осемдесетте и един приватизационни фонда притежават диверсифицирани портфейли от акции на същите 1050 дружества.

Понастоящем вече започва постепенно да се развива търговия с акциите на приватизираните дружества от програмата, изградил се и усилено се работи по усъвършенстването на реално действаща фондова борса. Така неизбежно се стигна до зараждане на сериозен за мащабите на българската икономика капиталов пазар и съответно до необходимост от неговото подходящо регламентиране и регулиране.

1.2. *Необходимост от инвестиции за реструктуриране и иновации.*

Една от съществениите характеристики на реалния сектор на българската икономика в преходния период е големата нужда от инвестиции за реструктуриране на производството. Поради общата политическа нестабилност, краткосрочния хоризонт за взимане на решение на икономическите агенти и загруднеността на бюджета, инвестиционната активност в държавните предприятия на практика бе сведена почти до

⁵ Активите на тези дружества представляват приблизително около една трета от активите на реалния сектор на икономиката.

⁶ Централизираните търгове не предлагат изцяло всички акции на дружествата. Освен това правилата на търговете бяха така съставени, че не осигуряваха изкупването на всички предложени акции. В резултат на това фактически бяха приватизирани около 18% от активите на реалния сектор. Общият брой на пълнолетните граждани е около 6.5 млн.

нулата⁸. В резултат на това приватизираните фирми, както и фирмите на които предстои приватизация, имат съществена необходимост от реструктуриране, за да могат успешно да се развиват в конкурентна пазарна среда. Тази необходимост става още по-очевидна, ако се вземе предвид и състоянието на реалния сектор в началото на прехода, когато неговата структура бе резултат от организация и развитие по непазарен път.

Капиталовият пазар би могъл да привлече свежи пари към предприятията и по този начин да допринесе за тяхното реструктуриране. Без да се абсолютизира неговото значение в тази насока, ясно е все пак, че ако е добре организиран, той може да представлява алтернативен източник на относително евтино инвестиционно финансиране. В този смисъл неговото функциониране може да се окаже важно за реструктурирането на фирмите от реалния сектор на икономиката.

1.3. *Необходимост от подобряване на контрола над управлението на предприятията.*

Кризата на прехода в България се свързва преди всичко със загубата на сигурните пазари от бившия СИВ, нарастването на относителните цени на суровините и неподходящата структура на българската икономика. Но обяснение за немалка част от кризата може да бъде намерено и в липсата на адекватно управление на предприятията през преходния период. От една страна е обективната липса на познания и умения за работа в пазарна среда. Но от друга страна, вече няколко години може да се наблюдава в значителна степен отсъствие на ефективен контрол върху мениджърите, поставяна нестабилност на управленските екипи, наличие на обща среда и механизми, мотивиращи поведението на мениджърите, което ги облагодетелства за сметка на управляваните от тях фирми. Проявите на този principal-agent проблем приеха масов характер и придобиха много разнообразни форми.

⁸ За периода 1991-1996г. годишните брутни инвестиции в реално изражение са спаднали с повече от 50%. (По данни от Годишен отчет на БНБ за съответните години)

Подобряването на контрола върху управлението на дружествата и постепенното натрупване на умения у мениджърите да работят ефективно в пазарна среда може да се окаже един от най-съществените фактори за бързото преминаване на преходния период. От тази гледна точка наличието на добре функциониращ капиталов пазар може да изиграе важна роля за дисциплиниране на мениджърите и за намирането на обективна пазарна оценка на резултатите от тяхната дейност.

Освен това, добре функциониращият капиталов пазар ще насочи акциите на дружествата към най-ефективната структура на собствеността и ще концентрира собствеността у най-ефективните инвеститори. И напротив, липсата на добър капиталов пазар ще доведе в процеса на приватизация до тенденцията в крайна сметка акциите на предприятията да бъдат притежавани най-вече от мениджърите и работещите в самите предприятия. Такава структура на собствеността има редица недостатъци в условията на преход. Доказателства в тази насока са приведени в изследване, публикувано от Свевтовната банка, извършено от Фридман⁹ на базата на емпирично изследване, обхващащо над 500 фирми в Чехия, Унгария и Полша.

1.4. Бавният ход и бюрократичните проблеми при приватизацията.

Истинският смисъл на трудния и болезнен процес на преход е да повиши ефективността на икономиката. Повишаването на ефективността, от своя страна, ще се получи много трудно, ако процесът на приватизация се осъществява бавно.

Ако капиталовият пазар функционира добре, това би довело до избягване в голяма степен на бавните и непрозрачни приватизационни процедури. За сега при тези процедури се наблюдава както голяма доза на възможности за постоянна административна намеса, така и вътрешна съпротива у чиновническия апарат, който губи с процеса на приватизация

⁹ Fridman R., C. Gray, M. Hessel, A. Paraszynski, „Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons From Transition Economies“, World Bank, Policy Research Working Papers, 1830.

своите позиции. При наличие на добре организирана първична и вторична търговия на капиталовия пазар би се ускорила процесът на приватизация. Същевременно той би бил в много по-малка степен подложен на бюрократично административно и в много по-голяма степен прозрачен.

1.5. Посткризисен период в банковия сектор и липса на алтернативи за спестяванията

През пролетта на 1996 г. банковият сектор изпадна в затруднено положение поради ликвидни проблеми, предизвикани от особено големия размер на лошите кредити¹⁰. В края на 1995 г. Централната банка (БНБ) придоби срещу един лев акциите на „Агробизнесбанк“ с цел да я оздрави. Със същата цел в началото на 1996 г. БНБ придоби безплатно акциите и на „Банка за земеделски кредит“. В последствие и двете банки бяха закрити. През м. март 1996 г. БНБ отне лицензите за банкова дейност на ТБ „Кристалбанк“ и на „Частна земеделска и инвестиционна банка“. Така доверието в банковата система за първи път в периода на преход бе сериозно разклатено.

През м. май 1996г. БНБ поиска поставянето под особено надзор на най-голямата частна банка - „Търва частна банка“ и на една от големите държавни банки - „Минералбанк“. Това действие окончателно като шок върху спестителите, които загубиха доверие в банковата система. В резултат настъпи масово теглене на спестяванията на населението (левови и валутни) от банките и масова валутна субституция. Банките, които имаха най-големи ликвидни затруднения, не издържах на кризата на доверие и пострадаха от паниката на

¹⁰ Коренът на тези проблеми бе частично в наследените от периода на централизирано-планираната икономика лоши кредити, но преди всичко в непредпазливото, несъобразено с условията, а често пъти и направо криминално управление на банките. Въпреки че приетият през 1993 г. Закон за уреждане на несъбиремите кредити целеше да подобри реалното състояние на банките по отношение на наследените лоши кредити, той не можа да изиграе тази роля. Основната слабост в това отношение беше обстоятелството, че законът не бе съпроводен със система от съпътстващи мерки, които да стимулират използването на издателите по този закон държавни облигации в процеса на приватизация така, както бе неговия замисъл.

теглене на депозити. В резултат на това през септември 1996 г. БНБ постави под особен надзор още девет банки, включително втората по големина частна банка и втората по големина държавна банка. В последствие всички тези банки прекратиха операциите си.

Реакцията на валутния пазар бе рязко свиване на предлагането, поради изтеглените валутни депозити и същевременно увеличено търсене поради стремежа на икономическите агенти да извършват валутна субституция. Поради това се големи очаквания за обезценяване на лева и за нарастване на инфлацията. Всичко това доведе до "възривяване" на валутния курс, който започна бързо да нараства. В края на 1996 г. началото на 1997 г. се създаде хипер-инфлационна среда, която беше успокоена едва след въвеждането на валутен борд в средата на 1997 г. Но независимо от успокояването на инфлацията много индивиди и институции загубиха директно част от спестяванията си в затворените банки.

Понастоящем има известно възвръщане на доверието в банковата система, изразяващо се в бавно нарастване на банковите депозити независимо от отрицателните реални лихвени проценти по тях. Две са основните причини за възвръщането се доверие. Едната причина са взетите от правителството стабилизационни мерки в банковия сектор. Другата причина обаче е фактическата липса на алтернативи за спестяванията.

След въвеждането на валутен борд с фиксиран валутен курс спестяванията в чуждестранна валута загубиха привлекателност за много хора¹¹. Държавните ценни книжа също често не осигуряват положителна реална възвръщаемост за индивидиалните инвеститори¹². Пенсионните фондове не са сериозна алтернатива, тъй като повечето хора все още считат, че някой друг (най-вече държавата) трябва да се грижи за тяхното пенсиониране. Спестяванията под формата на недви-

жимости са неликвидни поради липсата на стабилни пазари и освен това не са достъпни за повечето индивиди. Тази ситуация насочва спестяванията преди всичко към банков депозити, което води до възможност на банките да се възползват от олигополно положение на паричния пазар и да изплащат отрицателни реални лихвени проценти по депозитите.

От гледна точка на спестяванията евентуалното налицие на привлекателен капиталов пазар може да предложи алтернатива за активите на спестителите и по този начин да подобри съществено конкурентната среда на паричния пазар. Погледнато от гледната точка на дружествата от реалния сектор, капиталовият пазар може да подкрепя сегашното монополно положение на банките и с това да подобри конкуренцията при кредитирането. Това би довело в крайна сметка до поевтиняване на инвестиционните кредити.

1.6. *Отсъствие на значими чужди инвестиции.*

Един от основните проблеми, пред който понастоящем е изправена българската икономика, е ниското равнище, и в абсолютен и в сравнителен план, на чуждестранните инвестиции¹³. Този факт се дължи на неуспеха на страната до този момент да създаде достатъчно привлекателни условия за инвеститорите и води до проблеми в поне два аспекта.

Първият аспект е свързан с факта, че наличните спестявания в страната са действително малко. Те бяха на сравнително ниско равнище и при началото на реформите, но след натрупването на големи лоши кредити и изтичането на капитал, които предизвикаха кризата на банковата система, те намаляха драстично. Това означава, че съществено преструктуриране и растеж не могат да се осигурят само на базата на вътрешни ресурси. Вторият аспект е свързан с доказаната полза от директни чуждестранни инвестиции. Привличането

¹¹ Преди въвеждането на фиксиран валутен курс спестяването във валута беше основният инструмент за хеджиране срещу високата инфлация.

¹² Причината е във факта, че има огромно търсене на държавни ценни книжа от страна на банковия сектор. След кризата, предизвикана от лошите кредити, банките практически не кредитират реалния сектор, а насочват ресурсите си най-вече към купуване на държавни ценни книжа.

¹³ За периода 1989-1995 г. кумулативната сума на директните чуждестранни инвестиции в България на глава от населението е едва 36 щатски долара. Това количество е около два пъти по-малко от средното за всички страни от Източна Европа и бившия Съветски Съюз и около седем пъти по-малко от средното само за страните от Източна Европа и Балтийските републики. За сравнение този показател за Унгария е 1113 щатски долара, а за Чехия и Естония съответно 532 и 413 щатски долара. EBRD, *Transitional Report 1996*, с. 116.

на съществени директни чуждестранни инвестиции би довело до по-бърз трансфер на технологии и ноу-хау, до подобряване на управлението на фирмите и до разкриване за тях на достъп до нови пазари.

Евентуалното наличие на един добре организиран капиталов пазар би стимулирало привличането на съществено повече чуждестранни инвестиции - директни и портфейлни. Това би спомогнало за акумулирането на финансови и други ресурси за реструктуриране, подобряване на ефективността и развитие на фирмите.

2. Капиталовите пазари в икономиките в преход: перспективи и опасности

Има много паралели между Чехия, Русия и България, тъй като във всяка една от тези икономики в преход е прилагана определена схема за масова приватизация, която предизвиква изграждането на капиталови пазари. Нито Русия, нито Чехия обаче, за разлика от България, са преживели големи финансови кризи преди да се развият пазарите на ценни книжа. Но проблемите, с които се сблъскаха Русия и Чехия след създаването на пазарите на ценни книжа би трябвало да служат като сигнал, че неспособността да се създадат стабилни институции на финансовите пазари и в частност на капиталовия пазар може да има сериозни последици.

2.1. Опитът на Русия и Чехия

И в двете страни капиталовият пазар се разви вследствие на проведените програми за масова приватизация и с цел новите собственици на ценни книжа да могат да прехвърлят правото си на собственост. Всъщност опитът както на Русия, така и на Република Чехия разкрива какво огромно предизвикателство е да се създаде капиталов пазар в условията на икономика в преход.

Важен тласък на програмите за масова приватизация беше доводът, че приватизацията ще доведе до реструктуриране на бившите държавни предприятия. В тази връзка почти незабавно учените започнаха да наблюдават и анкетират

фирми, за да определят дали новите системи на управление ще дадат необходимите резултати и ще накарат предприятията да заработят по-ефективно (Бласи, 1994, Класенс, 1995). Поради различния начин, по който се проведеха двете приватизационни програми, безпокойствата и опасенията за възможния изход от тях бяха твърде различни.

Руската програма направи големи отстъпки за "вътрешните акционери" - т. е. акционерите, работещи в предприятията. Мениджърите, включително и чрез влиянието, което имат върху работниците, успяха да извоюват на практика значителен контрол върху предприятията. Така в много случаи се получи, че неефективно действащите ръководители бяха в състояние да запазят позициите си, а работниците чрез своето участие в собствеността на предприятията можеха да защитават своите работни места. Поради слабите възможности за влияние на "външните акционери" се появи опасението, че в крайна сметка предприятията няма да бъдат реструктурирани. В резултат на това бяха приети закони, специално предназначени да засилят влиянието именно на "външните" собственици⁴.

Първоначалните оценки за ранния етап на руската приватизация бяха оптимистични (Бласи, 1994). Но анализите на ситуацията в Русия на по-късен етап не дават основание за еднозначна положителна оценка. В неотдавна проведено наблюдение в руските фирми Фридман *et al.* (1996) констатираха, че най-важните "външни" акционери са инвестиционните фондове. Но данните показват, че много малко промени в управлението на дадено предприятие се дължат на активната роля на инвестиционните фондове.

Съществуват и направо парадоксални факти, които допълнително подкрепят твърдението, че ръководителите на руските предприятия на практика имат голяма независимост в действията си и собствениците на предприятията трудно ги контролират. Така например американска компания Cambridge Capital Management притежава повече от половината

⁴Бласи поддържа твърдението, че независимо от незащитането в голяма степен на тези закони контролът върху предприятията постепенно се измества към "външните акционери" по естествен начин. Важни моменти от това законодателство ще бъдат засветнати по-нататък в статията.

акции в Завода за метали в Новолипецк. Независимо че тя има спечелени осем решения на съда в своя полза, не успява да заеме полагащото ѝ се място в Борда на директорите на предприятието.

Съществуват също така многобройни примери, когато ръководители на предприятия създават филиали, притежавани от самите тях. В подобни случаи печалбите се източват и пренасочват към дъщерните фирми, като остават на собствениците на фирмата-майка твърде малко средства за инвестиции (Andrews, 1997).

Проблемите, които собствениците срещат при контрола на ръководителите на предприятия, рефлектират в крайна сметка в пазарната оценка на акциите в руските предприятия. Когато собствениците не могат да упражняват подходящ контрол върху ръководителите на предприятията, цените на акциите на капиталовите пазари не могат да бъдат високи. В тази връзка са правени сравнения между капитализацията на руски и американски петролни компании на фондовия пазар. Пазарната капитализация на американските петролни компании оценява резервите от нефт на 11 долара за барел. Пазарната капитализация на руските компании оценява техните нефтени резерви на 0.75 долара за барел. Това не е изненадващо, като се има предвид, че собствениците на руските компании имат твърде малко права, а печалбите често се отклоняват и присвояват от ръководителите на фирмите. Шлайфер и Вишни (1997) са изчислили, че разликата между реалната стойност и пазарната цена на руските акции достига до 99%, като виждат причината за това във факта, че печалбата се приватизира от ръководителите на предприятията. Но дори и на тези ниски цени за руските компании, закупуването на акции от тях е твърде рискован залог за бъдещата форма на руските пазари.

Не е за пренебрегване и социалната страна на въпроса. Програмата за бонова приватизация в Русия целеше бързото прехвърляне на собствеността на предприятията от държавния към частния сектор. Но тя е също начин за създаване на частно богатство. Тези занижени цени на акциите отнемат от руснаците богатството, което по смисъла на програмата, а и по същество им принадлежи. Не е учудващо тогава, че

всички спекулативни действия на руския пазар, изглежда, имат твърде малко влияние върху ежедневието на повечето руснаци.

Първият кръг на масовата приватизация в България се оприличава в по-голяма степен на чешката програма. В Република Чехия предприятията се предадоха на гражданите посредством централизирани търгове. В самото начало съществуваше безпокойство за възможността да се създаде ситуация, която е противоположна на руската, но със същия краен резултат. Очакваше се, че собствеността може да се окаже твърде разпокъсана, за да могат акционерите да упражняват адекватен контрол над съответните ръководители на предприятията. Това опасение обаче отпадна, когато банки и частни лица създадоха инвестиционни фондове. Фондовете събраха почти три четвърти от боновите точки и след приключване на търговете те започнаха да контролират големите пакети от акции в много компании.

Наличието на инвестиционните фондове реши проблема с разпокъсаната акционерна собственост, но породи редица други въпроси. Оказа се, че от голямо значение е дали тези фондове могат да прилагат необходимия контрол върху ръководителите на предприятията. Така например в САЩ инвестиционните дружества рядко участват в прякото определяне на насоките за ръководене на дадено предприятие. Когато управителите на един инвестиционен фонд в САЩ не споделят посоката на развитие на дадена компания, те по-скоро започват да продават акции на компанията, отколкото да се ангажират в нейното управление. Но подобен подход би бил значително по-трудно приложим в условията на Чехия и България, където пазарът на ценни книжа е все още твърде неразвит и тънък.

В чешкия случай много от фондовете са свързани с търговски банки. Като се основава на анкета, проведена сред ръководители на чешки банки, Дигус (1996) констатира факта, че много от банките са създали инвестиционни фондове, за да подобрят банковите отношения с тези дружества, а не защото са искали да упражняват корпоративен контрол. Нещо повече, независимо от предимствата при събиране на вътрешна информация (довод, който често се привежда в под-

Крепа на немската система, при която банките упражняват силно влияние върху фирмите), банките не виждат полза от заделенето на средства за корпоративно управление. За тях това е по-скоро твърде скъпо отклонение от основната им дейност, особено когато разполагат с малко кадри с необходимите качества и квалификация за работа.

Но най-голям проблем се породи от регулирането на дейността на фондовете. Или по-точно от липсата на подходящо регулиране. В тази насока законодателството, визиращо ценните книжа, беше (и все още остава) непълно. Тук донякъде изигра роля и политиката на чешкия премиер Вацлав Клаус, насочена твърдо към принципите на свободния пазар и противоположаваща се на прекалената финансова регулация (Перлез, 1997). Резултатът от това бе осъществяването на практика на твърде ограничен надзор и слаб контрол над поведението на инвестиционните фондове. Това доведе до нежелателни последици за развитието на капиталовия пазар.

И в случая на Чехия рискът, свързан с притежаването на акции в инвестиционни фондове намери отражение в техните цени. Всички фондове се търгуваха при съществена отстъпка от нетната стойност на активите им. В някои случаи тази отстъпка достигна до 90% и при това в периода преди да се разгърне кризата през 1997 г. (CS First Boston, 1996).

Оценката на инвеститорите за рисковете, свързани с инвестиционните фондове, се оказаха основателни, тъй като примери за злоупотреба бяха открити в не един фонд. (Wallace, 1996, Economist, 1997). Чуждите инвеститори, за които някога Република Чехия предлагаше атрактивни възможности за инвестиране, сега напускат страната, пренасочвайки средствата към други "зараждащи се пазари". Сега те са много предпазливи и внимателни за това къде инвестират и дали съществуват по-голяма защита за акционерите. (Росант, 1997).

Извършвайки боновата приватизация на по-късен етап, България има някои предимства, които не съществуват нито в Русия, нито в Чехия. Българският приватизационен план предостави по-малко отстъпки за "вътрешните акционери", а създаването на инвестиционните фондове бе предвидено и регулирано като част от програмата за масова приватизация. Тези предимства обаче могат да бъдат лесно пропи-

лани, освен ако не се доразвие адекватно нормативната уредба и не се създадат съответните институции, за да може капиталовият пазар в България да започне да функционира ефективно.

2.2. Реалистични цели за развитието на капиталовия пазар в България

Съществуват два аспекта на капиталовите пазари. Първо, те осигуряват потенциален източник на нови капитали на фирмите. Когато държавата предприема приватизацията на държавни предприятия, капиталовият пазар осигурява възможен канал за това. Второ, обикновените акции, търгувани на капиталовия пазар, представляват собственост в предприятията. В качеството си на собственици акционерите имат отговорността (пряко или косвено) да осъществяват контрол върху управлението на предприятието.

а) Капиталовите пазари: новото частно акционерно участие

Традиционно капиталовите пазари имат твърде ограничена роля в икономическото развитие. Мишкин (1996) твърди, че ролята на банките е по-голяма, защото те имат важни предимства по отношение на информацията, с която участниците в капиталовите пазари не разполагат.

Дори в страни с добре развити капиталови пазари, последните представляват относително ограничен източник на средства за разширяване на фирмите. Изследването на Майер (1990) за източниците за финансиране на фирмите във Финландия, Франция, Япония и САЩ показва, че акциите представляват около 4-5% от брутното финансиране на нефинансовите корпорации. Най-големият източник на финансиране е външното самофинансиране, като в него най-голямата дял се осигурява от банките. Според Майер въпросът опира до контрол. Банките имат огромно влияние върху фирмите, с което участниците в капиталовия пазар не разполагат. Те са в състояние да откажат допълнителни кредити на предприятията, които не спазват условията по заемите, поставени от тях.

Нещо повече, банките могат да поемат контрола върху дадено предприятие на сравнително ниска цена.

Не е реалистично да се очаква, че българските предприятия масово ще са в състояние да използват капиталовия пазар като основен източник на допълнително финансиране. Това обаче не изключва възможността капиталовият пазар да изпълнява подобна функция за някои от фирмите (най-вероятно за по-големите и по-добре познатите) в критични моменти. Ако банките продължават да ограничават достъпа на фирмите до кредити, капиталовият пазар може да осигури алтернативен външен източник на средства за тези фирми.

Ако капиталовият пазар функционира сравнително гладко, той може да осигури на правителството и друг канал за приватизация. Правителството може да продава допълнителни акции във фирми, които са вече частично приватизирани, или да продаде държавна фирма чрез първоначално публично предлагане. В тази насока Маклиндон (1996) привежда редица доводи в полза на публичното предлагане като един от ефективните начини за правителството да стимулира развитието на капиталовите пазари и в същото време да създаде условия за допълнителна приватизация.

В България вече бе направен опит да се проведе първото публично предлагане на акции по този метод. Емисиата на акции от "Елгабел" беше предложена от правителството пряко чрез пазара и се разпродаде в продължение на няколко месеца. Правителството обяви своите намерения да пусне емисии на акции за продажба и в други фирми.

Основна бариера за по-всеобхватното прилагане на тази техника обаче остава все още слабата ликвидност на капиталовия пазар. През пролетта на 1998 г. Световната банка оспори предложението на правителството да финансира пенсионната система като част от втората вълна на масовата приватизация. Основният аргумент бе, че активите в пенсионната система ще бъдат неликвидни. Ограниченията, налагани от неразвития капиталов пазар, проличаха в изявлението на изпълнителния директор на Агенцията за приватизация, направено през април 1998 година. В него той се противопоставя на продажбата на предприятията чрез капиталовия пазар, първо, защото договорените цени за продажбата са по принцип по-

високи и второ, защото никой не би платил добра цена за миноритарни акции¹⁵ (в. "24 часа", 16 април 1998 г.).

б) Корпоративен контрол и икономическо реструктуриране

Като се има предвид решаващото значение на икономическото реструктуриране, основният въпрос, който възниква е дали в България ще се създадат и развит адекватни институции, упражняващи корпоративен контрол и каква ще бъде ролята на капиталовите пазари в подкрепата на тези институции. Сега, когато предприятията не подкрепят повече на държавен контрол, тези институции имат решаваща роля за ефективното функциониране на икономиката. В развитите пазарни икономики, като САЩ, на капиталовите пазари е отредена важна роля. Мениджърите се опасяват, че ниските цени на акциите могат да доведат до поглъщане на тяхната фирма от други компании и те могат да загубят работата си. Това е силен стимул за тях да подобрят качеството си на работа.

Малка е вероятността в България да се създадат и развит подобни изчистени и усъвършенствани пазарни механизми в близко бъдеще (освен за инвестиционните фондове). Но ако поглъщането на една фирма от друга е предопределено да играе ограничена роля в България, то тогава какви алтернативни механизми могат да възникнат в българските условия? Какво се знае за резултатите от корпоративния контрол в други страни?

В неотдавнашно изследване на корпоративния контрол в САЩ, Япония, Германия, Италия и Швеция, Шлайфър и Вишни заключават следното: "За съжаление, освен в току-що споменатите страни твърде малко изследвания са проведени за корпоративния контрол по света и оскъдността от факти и анализи проличава в настоящото наблюдение" (с.740). Авторите констатират още, че системите за контрол често се анализират чрез съпоставяне на системите в САЩ, Германия и Япония, но те и трите функционират, общо взето, добре. Мно-

¹⁵Както показва опитът на Русия, миноритарните акции имат малка стойност, ако правата на миноритарните акционери не са защитени.

го други системи, включително и такива в добре развити икономики като италианската, функционираят изключително по-шо. От тези констатации авторите достигат до следните изводи:

“Нашият анализ показва, че основният проблем от практически характер в създаването на система за корпоративен контрол е не как да се поддържа на САЩ, Германия или Япония, а по-скоро как да се въведе значителна законова защита поне за някои от инвеститорите, за да се развият механизми за вършно финансиране” (с. 739).

Регламентираният със закон мерки за защита ограничават самостоятелните и независими действия от страна на мениджърите и осигуряват протекция за правата на миноритарните акционери. Шлайфър и Вишни оспорват факта, че концентрацията на акционерната собственост може да бъде полезна тогава, когато законът е по-независим, тъй като големите акционери се нуждаят от по-малка правна защита.

В големите фирми корпоративният контрол е проблем на отношениата принципал - агент: собственикът е принципал, а мениджърът - агент. Как може собственикът да насърчи мениджъра да управлява фирмата ефективно, за да се постигнат целите, определени от собственика? Кога е най-добрата система за възнаграждение на мениджъра? Практиката показва, че е трудно, даже невъзможно да се създаде система от чисто финансови стимули, която да гарантира ефективност на работата. Следователно необходим елемент в такава система е чувството на мениджъра за “дълг пред акционерите”. Значението на чувството за дълг и отговорност отразява факта, че мениджърите никога не могат да бъдат стриктно наблюдавани от вършен борд. Това още означава, че от тях се очаква да жертват някои финансови облагои в полза на фирмата.

Как обаче се поражда чувството за дълг? Икономистите започват все повече и повече да осъзнават значението на социалните норми и се опитват да разберат по-ясно как подобни норми на поведение се проявяват¹⁶. В страна като България,

гария, където не съществува традиция за лоялност към акционерите, е изключително трудно да се очаква подобно отношение от ръководителите на фирми. Причината е, че то не е качество, което се придобива по естествен начин.

Но осъзнаването на проблема може да се окаже част от неговото решение. Ако се разбере от всички, че от мениджърите се очаква да засвидетелстват лоялност към акционерите и да не преследват тясно лични финансови цели, вероятността те да отговорят с адекватни действия е по-голяма. Мениджърите могат да бъдат насърчени да действат правилно чрез създаването на професионални организации, в които те си стойности съответно се оценяват. Развитието и насърчаването на пазара за мениджърски кадри може също да стимулира ръководителите на предприятия да действат по начин, който е в интерес на фирмата. Добрата репутация също може да помогне на един мениджър за неговото повишение или за намиране на по-добра работа в друга фирма. Това са само частични решения на проблема, но той не може да бъде преобременен, ако частната пазарна икономика трябва да функционира ефективно.

При дадените трудности много зависи от съществуването на големи акционери, които да осъществяват надзор и контрол на ръководителите на фирмите. В България големи акционери са приватизационните фондове (преобразувани като холдингови дружества или като инвестиционни дружества) и също така чуждите компании. Оценявайки възможната роля на българските приватизационни фондове, важно е да се отбележи, че те се отличават от фондовете както в Русия, така и в Чехия. За разлика от чешките фондове повечето български фондове не са свързани с търговските банки. Управителите на чешките фондове проявяваха по-голям интерес към управлението на банките, отколкото на фондовете. Вниманието на управителите на българските фондове не се отклонява в това отношение. От друга страна, в България има много по-малко хора, които разполагат с експертни знания да работят ефективно като членове на бордовете на директорите на предприятията. В това отношение допълнителното обучение и квалификация биха могли да бъдат от решаващо значение.

¹⁶ Крепс (1997) разглежда проблема за формиране на тези норми. Кофорд, Милър и Чаев (1997) разкриват значението на социалните норми в определеното на отношениата между принципал и агент.

Българските приватизационни фондове не са изправени и пред проблемите, с които се сблъскват руските фондове. Приватизационният процес в Русия затрудни оказването на влияние от страна на "външните" акционери върху действащата на ръководителите, защото даде права за значителен контрол на "вътрешните" акционери. Тъй като боновата приватизация в България прилича повече на чешкия модел, "вътрешните" акционери в българските фирми упражняват по-малък контрол отколкото в Русия, което дава повече надежда, че големите инвеститори могат да упражняват по-значително влияние в България.

За да оказват влияние, българските фондове трябва да се ангажират в надзора и контрола на управленските решения. След като бе взето решение, с което приватизационните фондове се задължават да се преобразуват в холдингови дружества или в инвестиционни дружества, повечето фондове, създадени в първата вълна на боновата приватизация, се трансформираха в холдингови дружества.

Инвестиционните дружества вероятно в дългосрочен план ще последват американския модел, при които се присъдържа към продажба на акции, в случай, че са недоволни от работата на ръководителите на фирмите. Холдинговете дружества вероятно ще проявяват по-пряко своя интерес към функционирането на фирмите в техните портфейли, като се стремят да си осигурят представителност в бордовете на директорите и по този начин да влияят върху решенията им.

Холдинговете дружества в България имат и едно допълнително предимство. Те могат да функционираат и като своеобразни мини капиталови пазари, като пренасочват средства от по-неуспешни дейности към фирмите с по-добри перспективи за работа и развитие (Уилямсън, 1975). При наличието на среда, в която събирането на информация за дейността на фирмите и осигуряването на проекти чрез по-широките капиталов пазар са трудно осъществими, холдинговете дружества биха имали такова немаловажно предимство. Освен това капиталовите пазари разчитат в изключително голяма степен на безпристрастни и деперсонализирани търговски отнoшения. Обаче в общество, където личните връзки са високо

ценени, тесният обхват на холдинговото дружество е положителна характеристика.

Холдинговото дружество действа във вертикален план за сметка на стеснения диапазон на портфейла. Като стесняват своя портфейл и концентрират своето внимание върху малка група от фирми, холдинговете дружества се отказват от предимствата за намаляване на риска, произтичащи от по-голямата диверсификация на портфейла. В среда като българската, където информацията струва скъпо, това е добра стратегия.

В сегашните законови разпоредби в България обаче съществуват сериозни слабости. Някои приватизационни фондове (в последствие холдинги) се контролират от мениджърите на основните фирми в техните портфейли. Фактически вътрешните акционери създадоха приватизационни фондове на бонов принцип, за да поддържат контрол върху предприятията си. В този случай, по същество това означава, че вътрешните акционери са взели контрола на предприятието в свои ръце. В същото време външните акционери са хора, закупили акции в приватизационните фондове чрез боновата програма - една твърде некомпактна група, за да упражнява значително влияние. Получава се така, че вътрешните акционери са управители на приватизационните фондове (холдинги), които обаче се оказват и ръководители на фирмите, участващи в портфейлите на фондовете.

Друга слабост в сегашния модел на собственост в България е, че собствеността на самите фондове е твърде неясна. Това е пряк резултат от проведената бонова приватизация. Тъй като почти не съществува концентрация на собствеността във фондовете, важно условие е правата на техните собственици да бъдат защитени. Тъй като приватизационната програма предвиждаше създаването на приватизационни фондове, дейността на последните се урежда от тромави правила на работа. Важно условие е да се установят нови защитни мерки в процеса на трансформиране на фондовете в холдингови дружества или инвестиционни дружества.

Приватизацията сама по себе си не е панacea за реструктуриране на държавния сектор. Трябва да бъдат създадени силни институции за упражняване на контрол още преди

цените на акциите на капиталовите пазари да започнат да отразяват реалната оценка на активите и преди капиталовият пазар да се е превърнал в източник на финансиране за фирмите. Но нормативните документи, регламентиращи контрола на капиталовите пазари, не могат да се изработят за една нощ. Хората трябва да бъдат обучени, за да придобият опит в една нова среда. Общественото мнение трябва да оказва натиск върху важните икономически агенти за подобряване функционирането на фирмите. Законът трябва да предвиди мерки за защита на акционерите.

В следващия раздел са изложени някои от регулативните мерки, които могат да се използват, за да се подобри функционирането на капиталовия пазар в България.

3. Възможности за подобряване на корпоративния контрол и функционирането на капиталовия пазар

3.1. Самоналагащият се модел

За да се стимулира развитието на капиталовия пазар, българските законодатели могат да се обърнат към руското корпоративно законодателство. Изправено пред подобен проблем, това законодателство е създадено с предпазване "да даде на участниците в даденото дружество стимули за създаване на обществен продукт и същевременно да предотврати прехвърлянето и пренасочването на богатство към тях". (Бляк, Кракман и Хей [ВКН], 1996, с. 247) Цитираните трима автори са известни юристи в областта на корпоративното право, които са работили като консултанти при изготвянето на руското законодателство в тази област. Те отделят особено внимание на три важни особености на социалната среда, които могат да се определят като проблеми и в България:

- усъвършенстването и надеждността на правната система;
- усъвършенстването на капиталовите пазари и свързаните с тях институции;

- очакванията на мениджърите, акционерите и обществеността в контекста на съответната културна традиция¹⁴;
- основните фактори, които оформят целите на корпоративното законодателство, като например собствеността на публичните дружества.

За разлика от Русия българската държава е запазила значително участие в собствеността на много корпорации. Нещо повече, приватизационните фондове са по-мощни структури, от което следва, че мениджърите са в състояние да упражняват относително по-малко влияние. Независимо от това, предложението на ВКН, много от които са приложени в руското законодателство, биха могли да бъдат надеждна и полезна отправна точка за създаването на структури за по-добър корпоративен контрол в България.

Основен момент в тяхното предложение е неговият "самоналагащ се" аспект. Вместо да се правят опити дадени действия да се обявят извън закона, акцентът трябва да се постави върху процедурната защита. Съдилищата в икономиките в преход разполагат със сравнително ограничен опит в решаването на проблеми и спорове, възникващи в една пазарна икономика. Затова в случай на спор е по-добре да се приложат ясни и еднозначни правила и процедури, отколкото широко формулирани закони, позволяващи нееднозначно тълкуване. Ако се даде предимство на такъв процедурен подход, законите ще могат да се привеждат в действие и да се прилагат с по-голяма лекота.

Пример за значението на процедурния подход се съдържа в предложението на авторите да се използва кумулативното гласуване, когато акционерите гласуват за членове на даден борд на директорите. По силата на кумулативното гласуване един акционер може да използва всичките си гласове при избирането на един човек. Ако директорите в борда са се-

¹⁴ Парадоксален пример в това отношение може да бъде Сергей Мавроди. В Русия е възможно той да управлява пирамидална структура, буквално да притежава десетки милиони долара в собствения си джоб от заблудените инвеститори и след краха на пирамидата му да бъде избран на държавна служба. (с. 247-248)

дем на брой, то тогава всеки акционер има седем гласа съгласно условията на кумулативното гласуване. При кумулативно гласуване и минимум седем директора на всеки акционер с 15% участие в дружеството се гарантира представителството му в борда. Руското законодателство за разлика от българското определя точния брой на членовете на борда.

При подобен чисто процедурен подход не е необходимо съдилищата да определят дали действията на борда са правилни. Така например съдът няма да отсъжда дали дадено решение, засягащо притежателите на миноритарни акции, е подходящо или целесъобразно. Съдът трябва единствено да отсъди дали се прилага правилото за кумулативно гласуване при избор на борд. Разбирането, което се влага е, че миноритарните права могат да бъдат защитени, ако притежателите на миноритарни акции имат възможност за достатъчно представителство в борда на директорите.

Използването на процедурите за кумулативно гласуване не дават възможност за защита на притежателите на миноритарни акции в някои ситуации, но не във всички. Може би в България трябва да се направят някои корекции и модификации към тези правила. Докато подобни процедури осигуряват защита за фондовете или чуждите фирми, които притежават миноритарен, но все пак значителен пакет акции в дадено предприятие, кумулативното гласуване не може да окаже защита за хиландите акционери, които притежават малък брой акции. Този проблем съществува за акционерите в приватизационните фондове. Тъй като те бяха създадени в хода на масовата приватизация, те набраха хиланди дребни акционери, за които може би трябва да се предприемат допълнителни защитни мерки.

Самоналагащият се модел на ВКН е така построен, че да засилва "гласа" на акционерите в дейността на фирмата. Но когато има много акционери, "гласът" може да се окаже недостатъчен. Твърде трудно е акционерите да се самоорганизират. При наличието на много на брой акционери, трябва да се постави по-голям акцент върху възможността за закриване на дадена позиция (т.е. продажбата на акции) като средство за оказване на въздействие върху управлението.

Защитата на миноритарните акционери в приватизационните фондове (сега холдинги или инвестиционните дружества) по принцип е възможно да дойде чрез пазара. След като те имат толкова много акционери, търговията с техните акции трябва да бъде по-голяма и пазарът за тях следва да бъде по-ликвиден. Ако цените на акциите им са значително под нетната стойност на активите в основния портфейл, това е сигнал, че акционерите получават по-малко от пълната стойност за техните акции. Ниските цени ще направят от тези фондове относително лесна цел за поглъщане от други инвеститори. Това означава, че ако правилата, управляващи пазара, улесняват поглъщането на инвестиционни фондове, в които цените на акциите са подценени по отношение на нетната стойност на активите, то управителите на фондовете ще реагират по-адекватно, а акционерите ще получават по-висока стойност за своите акции.

Тъй като "самоналагащият се" модел зависи изключително от правилата за гласуване, ВКН залагат също така и редица процедури, предназначени да осигурят защита на самия процес на гласуване. Един от важните елементи в това отношение е правилото за една акция - един глас. Това правило има своята значимост, защото свързва икономическите интереси със силата на гласуването. Въвеждането на правилото за една акция - един глас изисква промени в българското законодателство. Понастоящем българският Търговски закон разрешава емитирането както на обикновени, така и на привилегирани акции, които нямат право на глас. Важно предимство на правилото "една акция - един глас" е, че то прави определени манипулации с управлението на дружеството по-трудно. То се препоръчва и от Европейския съюз, независимо че приложението му от страните членки през последните години доста се забави. В случай на България би било значително по-лесно, ако подобно правило се приложи сега, преди още дружествата да са започнали емитирането на много и различни класове акции.¹⁸

ВКН препоръчват също така и включване на специални процедури за гласуване с квалифицираното мнозинство.

¹⁸ Вж. също Харт (1995) за теоретична обосновка на правилото за една акция - един глас.

Това се препоръчва в случаите на основни решения, отнасящи се до вливания, придобиване на собственост, изменения в уставите и др., като целта е те да не се взимат лесно, освен при наличие на широка подкрепа от страна на акционерите.

В най-общи линии генералната цел в предложението на ВКН е да се сбlijжат линиите на поведение на акционерите, борда на директорите и управителите, като се насърчават последните да действат по възможно най-добрия начин в интерес на акционерите. В същото време те не налагат система, която е толкова негъвкава, че да затруднява съответните мениджъри в адекватното изпълнение на своите задачи.

3.2. Извън пределите на самоналагащия се модел: Должителни мерки за защита на дребните акционери

Моделът, предлаган от ВКН, осигурява защита на миноритарните акционери преди всичко чрез правото им на глас и осигурява в определена степен възможността този глас да се зачита. В същото време може да възникне необходимост от предприемането на защитни мерки извън подкрепата за правото на глас. Подобни мерки са възприети в много страни и те се различават значително според съответната специфика. Ла Порта, *et al* (1998) изследват корпоративния контрол в международен план, като анализират правните норми за защита на акционерите в 49 страни, нито една от които не е в процес на преход. Те установяват, че тези норми се различават в зависимост от правната система. Страните се класифицират в три основни групи правни системи: страни с общо право, страни с френско гражданско право и страни с немско-скандинавско гражданско право. (България попада в групата на страните с немско-скандинавски модел на гражданско право.) Заключението на Ла Порта от направения анализ показват, че акционерите са най-добре защитени в страните с общо право. Страните, в които се прилага системата на немско-скандинавското гражданско право, имат предимства в това отношение спрямо страните, прилагащи модела на френското гражданско право. Авторите на изследването извършват своя анализ в три основни насоки: права на собственост, привеждане в действие на законодателството и счетоводни

стандарты. Констатирано е наличието на значителни различия между отделните страни и по трите критерия.

а) Права на собственост

Ла Порта, *et al* откриват няколко законови положения в подкрепа на правата на глас на акционерите, като също така идентифицират други положения, които подкрепят миноритарните права. Това са норми, определящи:

- правни разпоредби, които регламентират правото на акционерите да осъждат мениджъри;
- задължението на дружеството да закупи акции от онези акционери, които се противопоставят на опеределени фундаментални промени;
- правото на задължителен дивидент въз основа на обявените печалби;
- правото на акционерите да закупуват нови акции.

Изследването констатира, че тези норми се различават значително между отделните страни. Регламентираниите със закон права могат да осигурят на акционерите възможност за влияние по отношение на мениджърите, а също така да предотвратят сериозни нарушения от страна на последните. Подобни правни предписания трябва да бъдат внимателно изготвени, за да се създаде приемлив баланс между мениджъри и акционери. Така например ако прекалено лесно може да се осъди един мениджър на дружество, то тогава вероятно акционерите ще започнат доста фриволно да завеждат дела, а това ще струва скъпо на дружеството както по отношение на пари, така и на време.

И тъй като България вече е поела по пътя на създаването на капиталовите пазари, тези и други правила трябва да се вземат под внимание. Не е подходящо, нито целесъобразно просто да се внесе в страната една чужда правна уредба. Както Хей, *et al* (1996) изтъкват, съответната правна система трябва да се създаде и развие с ясна цел да разрешава проблемите, с които се сблъскват частните икономически агенти в дадената икономика.

6) Привеждане на законодателството в действие

Една втора сфера на дейност, на която Па Порта, et al. акцентират, е практическото приложение на законодателството и нормативните актове. Това обаче изисква както кадри с добри познания по материята, така и съответните стимули за властите, утвърляващи да прилагат тези закони¹⁹.

Подходящ пример е привеждането в действие на новата уредба за банките в България, което представляваше и все още представлява проблем, отчасти и поради трудностите да се открият кадри с необходимата професионална квалификация и познания за това. Това беше и един от важните фактори, които допринесоха за финансовата криза през 1996-1997 г. Нивото на заплащане на кадрите на банковия надзор е значително под нивото на заплатите, които специалисти със сходна квалификация получават в частния сектор. Подобни проблеми могат да се породят и при привеждането в действие на законодателството, визиращо защитата на капиталовите пазари.

Частично решение на проблема може да бъде превъртането на колкото се може повече отговорности, свързани с надзора и регулирането на капиталовите пазари, на частния сектор. Това всъщност е общата практика на много пазари по света. Например фондовата борса може да изготвя подходящи процедури и да формулира политиката за дейността на своите членове.

Предимството от възлагането на повече надежди и доверие в частните икономически агенти за прилагане на законодателството се свързва с обстоятелствата, че условията на финансовите пазари се променят много бързо. Хората, пряко ангажирани в пазара, имат много повече познания за материята в сравнение с политиките и администраторите и реаги-

рат много по-бързо, ако възникне нужда от адаптация към новосъздадите се условия (Мак Линдон, 1996).

От друга страна, за да може регулирането на пазара от частния сектор да бъде по-ефективно, частните икономически агенти трябва да бъдат добре мотивирани, за да създадат и приложат съответните правни норми, с които да осигурят честна, открита и лоялна търговия. Това може да се постигне, ако финансовата общност ясно осъзнава факта, че в дългосрочен план всеки може да печели, само ако пазарите функционират безпрепятствено. Ако нарушителите не се наказват от закона, общественото доверие в пазара може да се срине. Близък пример в това отношение е Република Чехия, където нарушенията не бяха коригирани навреме, в резултат на което общественото и чуждите инвеститори загубиха доверие в пазара. В крайна сметка обемът на търговия намаля и в действителност сега се търгуват акции от все по-малко на брой предприятия. Случаят с Чехия илюстрира факта, че финансовата общност не осъзнава автоматично тези проблеми. Тук има място за ролята на професионалните организации, които трябва да внушат на своите членове значимостта на общите цели²⁰.

Като намаляват бремето и отговорността на правителството, привеждането в действие на законодателната уредба от частния сектор и строгите етични норми на поведение в бранша не могат да бъдат единствените инструменти за осъществяване на задачите. Все пак първостепенно задължение на правителството е да създаде нормативната и институционална рамка за работа на капиталовите пазари.

в) Четоводство

Може би един от най-подценяваните аспекти на икономическата дейност в България е четоводството. За разлика

¹⁹ В коментар за финансовите институции в развиващите се страни, Кейн (1996) предупреждава, че трябва да се подхожда твърде внимателно при отдаването на прекалено доверие и значимост на регулирането и надзора на пазара като панacea за решаването на финансовите проблеми. Причината е, че регулирането и надзора често са обект както на значителен политически натиск, така и на корупции.

²⁰ Мак Линдон (1996), който е участвал като консултант при създаването на нови капиталови пазари в развиващите се страни, поставя важен акцент върху значението на етичните норми и стандарти. Той препоръчва, наред с другите мерки, организирането на курсове по подобие на програмата за лицензиране на "финансови анализити", която се администрира от Асоциацията за управление и изследване на инвестициите.

от счетоводните системи, използвани в централно-планираната икономика, счетоводните модели на пазарната икономика следва да дават информация, която е от решаващо значение за процеса на вземане на решения. Развитието на капиталовите пазари трябва да упражни допълнителен натиск върху фирмите за подобряване и усъвършенстване на счетоводните системи, използвани от тях. Без счетоводна информация новите на управляващите бордове няма да разполагат с необходимите данни за вземането на стратегически решения, а участниците в капиталовия пазар няма да могат да преценяват предимствата и недостатъците на една инвестиционна възможност пред друга.

Заедно с подобряване на счетоводните стандарти трябва да се въведе и съответното законодателство за разкриване на информацията. С цел улесняване отварянето на капиталовия пазар в България през 1997 г. и насърчаването на търговията с ценни книжа, някои стандарти, възприети в международната практика за отчитане и събиране на информацията за търгуваните предприятия, бяха negliжирани. Това беше подходяща краткосрочна мярка, но изискванията за разкриване на информация за търгуемите дружества следва да се затегнат с течение на времето. В същото време трябва да се създадат ефективни системи за одит, за да бъдат инвеститорите сигурни, че предлаганата информация е надеждна. Тези стандарти могат да се създадат от фондовите борси, който по принцип са заинтересовани да засилят ролята на капиталовите пазари.

Ако акционерите разберат, че стойността на техните ценни книжа зависи освен от другите фактори още и от добрата счетоводна система и разкриването на информация, налице са силни стимули собствениците да насърчават развитието на подходящи счетоводни системи. Важен показател за това дали акционерите упражняват своите права е скоростта, с която тези системи се развиват.

4. Заключение

Един от основните фактори за финансовата криза през 1996-1997 г. бе неспособността на банковата система да

бъде адекватен посредник между спестители и инвеститори. Отпускани бяха лоши заеми на държавни предприятия, в които мениджърите разчитаха на незначителна или на напразно никаква ориентация от съответните министерства. Отпуснати бяха лоши заеми и на частни фирми в резултат на слаб надзор на операциите на банките. Забележителното обаче през този период бе, че процесът на масова приватизация напредна.

След финансовата криза бе даден по-нататъшен тласък на приватизацията на други предприятия чрез касови продажи. Отговорностите, свързани с управлението на фирмите, се изместиха от държавния към частния сектор. Вероятно в скоро време капиталовите пазари ще предоставят алтернативен механизъм за посредничество при спестяването, тъй като банковата система все още не успява да осигури адекватни и подходящи канали за финансиране на стопанската дейност (въпреки че сега се отпускат много малко на брой заеми вместо твърде много, както през периода преди финансовата криза).

Въвеждането на валутен съвет донесе облекчение за много от макроикономическите финансови проблеми, засегнали българската икономика. Но икономическото благосъстояние в по-дългосрочен план зависи от увеличаването на реалното производство на стоки и услуги. А това означава по-добро корпоративно управление и контрол и по-добро финансово посредничество. Капиталовите пазари, за добро или зло, ще играят значителна роля за бъдещото икономическо развитие на страната, защото реструктурирането на икономиката значително ще се забави, ако съответните институции, способстващи за ефективно корпоративно управление и контрол, не успеят да се развият.

Както с всяка нова институция, първоначално ще възникнат проблеми, но те могат да бъдат редуцирани, ако е налице ясното съзнание и разбиране за това каква трябва да бъде ролята на капиталовите пазари. Приватизацията на държавните предприятия не означава, че отговорностите, свързани с контрола над мениджърите, ще отпадат. Задължително е да се създадат нови механизми, заместващи старите механизми на държавен контрол.

Реално погледнато, ефективен корпоративен контрол ще се упражнява трудно, защото няма ясно установени правила. Уредбата на институциите, упражняващи корпоративен контрол, се различават в различните страни с пазарна икономика и затова едва ли може някоя от тях директно да се пренесе и да се имплантира в България. Обаче целите, които тези норми и институции преследват, са сходни. Нормите за контрол и управление трябва да стимулират мениджърите да работят в интерес на акционерите.

Без да претендираме за подробно описание на проблемите, ние идентифицирахме слабостите, които съществуват в сега действащите норми и институции. Опитът на други страни предоставя възможни алтернативи за мерките, необходими за изграждане на ефективен капиталов пазар. Несправянето с тези проблеми или необръщането на внимание на тях може да затрудни хода на икономическите реформи. И обратно, ако в страната се създаде ефективен, ликвиден и прозрачен капиталов пазар, то той може да допринесе в голяма степен за бъдещия икономически растеж на България.

Библиография

1. БНБ, Годишен отчет, години 1991-1996.
2. Andrews, Edmund, "Capitalism with a Vengeance," New York Times, Section 3, October 5, 1997, pp. 1, 10, 11.
3. Black, Bernard, Reiner Kraakman, and John Hay "Corporate Law from Scratch," in Roman Frydman, Cheryl Gray, and Andrzej Rapaczynski (eds), Corporate Governance in Central Europe and Russia (Central European University Press: Budapest, 1996).
4. Blasi, Joseph R. "Corporate Governance in Russia," in Roman Frydman, Cheryl Gray, and Andrzej Rapaczynski (eds), Corporate Governance in Central Europe and Russia (Central European University Press: Budapest, 1996).
5. Claessens, Stijn "Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics," World Bank Working Paper 1427, February 1995.
6. CS First Boston, "Czech Funds Weekly Update," December 9, 1996.
7. Dittus, Peter "Why East European Banks don't want Equity," European Economic Review, XL, 1996, pp. 655-662.
8. Economist, "Worrying Trend," March 29, 1997, p. 82.
9. European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report 1996.
10. Frydman Roman, Cheryl Gray, and Andrzej Rapaczynski, "Overview of Volumes 1 and 2," in Roman Frydman, Cheryl Gray, and Andrzej Rapaczynski (eds), Corporate Governance in Central Europe and Russia (Central European University Press: Budapest, 1996)
11. Frydman, Roman Katharina Pistor and Andrzej Rapaczynski "Exit and Voice after Mass Privatization: The Case of Russia," European Economic Review, XL, 1996, pp. 581-88.
12. Frydman Roman, Cheryl Gray, Mark Hessel, and Andrzej Rapaczynski, "Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from the Transition Economies," World Bank, Policy Research Working papers, 1830, 1997.
13. Hart, Oliver, Firms, Contracts and Financial Structure (Oxford University Press: New York, 1995)

14. Hay, Jonathan, Andrei Shleifer and Robert Vishney, "Toward a Theory of Legal Reform," European Economic Review, XL, 1996, pp. 559 - 67.
15. Kane, Edward, "Comment on 'Understanding Financial Crises: A Developing Market Perspective," by Fredric S. Mishkini, Annual World Bank Conference on Development Economics, pp. 69 - 75.
16. Koford, Kenneth, Jeffrey Miller and Tsvetomir Tsachev, "A Principal-Agent Model with Work Norms," Manuscript, University of Delaware, May 1997.
17. Kogut, Bruce, "Direct Investment and Corporate Governance in Transition Economies," in Roman Frydman, Cheryl Gray, and Andrzej Rapaczynski (eds), Corporate Governance in Central Europe and Russia (Central European University Press: Budapest, 1996).
18. Klaus, Vaclav, "Promoting Financial Stability in the Transition Economies of Central and Eastern Europe," Maintaining Financial Stability in a Global Economy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, pp. 183-92.
19. Kreps, David, "Intrinsic Motivation and Extrinsic Incentives," American Economic Review, LXXXVII, No. 2. (May 1997), pp. 359 - 64.
20. La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishney, "Law and Finance," Journal of Political Economy, 1998 (forthcoming).
21. Levine, Ross, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, June, 1997a, 688-726.
22. Levine, Ross, "Law, Finance and Economic Growth," Thomas Jefferson Center for Political Economy, University of Virginia, Discussion Paper 300, July 1997b.
23. Mayer, Colin, "Economic Systems, Corporate Finance, and Economic Development," in R. Glen Hubbard, Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment (Chicago: University of Chicago Press, 1990), pp. 307-332.
24. McLindon, Michael, "Privatization and Capital Market Development: Strategies to Promote Economic Growth (Westport, Conn: Praeger, 1996)
25. Mishkin, Frederic, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," Annual World Bank Conference on Development Economics, p. 29 - 62
26. Perlez, Jane, "A U.S. Fund Manager in Prague has Found Privatization Corrupt," New York Times, December 3, 1997.
27. Rossant, Juliette, "Czech-out Time: Emerging Markets has a Wonderful Ring to it, Suggestive of Explosive Growth. But Explosions are Dangerous," Forbes, August, 25, 1997, p. 156.
28. Shleifer, Andrei and Robert W. Vishney, "A Survey of Corporate Governance," The Journal of Finance, LII, No. 2 (June, 1997), 737 - 83.
29. Stiglitz, Joseph, "The Design of Financial Systems for the Newly Emerging Democracies of Eastern Europe," Christopher Clague and Gordon Rauser (eds) The Emergence of Market Economies in Eastern Europe, Cambridge, MA, Blackwell, 1991, pp. 161 - 86.
30. Wallace, Charles, "The Pirates of Prague," Fortune, December 23, 1996, p. 78 - 86.
31. Williamson, Oliver, "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications (New York, Free Press, 1975)