

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНФЛИКТИ „ПРИНЦИПАЛ-ПРИНЦИПАЛ“ НА ПРИМЕРА НА БАНКОВАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ

Разгледан е важен аспект от корпоративното управление – компании с концентрирана собственост. Като основа за изследването е използвана разновидност на модела „принципал-агент“ – „принципал-принципал“. Анализирана е собствеността в банковата система на примера на България, вкл. възникването на концентрирана собственост. Резултатите показват, че при трансформацията на собствеността от държавата към частни капитали високата концентрация се запазва, което прави неприложим модела „принципал-агент“. На практика в България може да се използва само моделът „принципал-принципал“. Направен е изводът, че за нововъзникващи и развиващи се икономики външните и вътрешните механизми за намаляване на конфликти от типа „принципал-принципал“ могат да се разглеждат като допълващи се, при което предимство трябва да се дава на институционалната среда, т.е. на външните механизми.

JEL: G34

1. Въведение

Обект на анализ в голяма част от изследванията по корпоративно управление са компании с дисперсирана (разпръсната) собственост и свързаният с тях класически конфликт „принципал-агент“, който се решава с помощта на традиционните и най-вече на вътрешните механизми на корпоративното управление.

За държавите от Източна Европа, вкл. за България, приемането на пазарните принципи е свързано с навлизането на чуждестранни капитали и с промяната на акционерния състав. Значителен брой компании в тези страни са с концентрирана собственост. Характерните за тях конфликти са между контролиращ акционер и миноритарни акционери (принципал-принципал), за чието намаляване може да допринесе прилагането както на вътрешни, така и на външни инструменти. Във връзка с това възниква необходимостта от изследване на корпоративното управление на компании с концентрирана собственост, а традиционният въпрос за защитата на

¹ Мирослав Неделчев е гл.ас. д-р в секция „Международна икономика“, ИИИ БАН, mknedelchev@abv.bg.

правата на миноритарните акционери получава ново измерение – усилията се насочват към намаляване на отклонението между собственост и правото на контрол.

Динамиката на собствеността от държавата към частния капитал води до затвърждаване на концентрираната собственост и до невъзможност да се прилага традиционният модел „принципал-агент“. Конфликтите „принципал-принципал“ възникват в банковата система на България като следствие от два фактора: процесът на приватизация и членството в ЕС.

2. Теоретични аспекти

2.1. Модел „принципал-агент“

Корпоративното управление традиционно обхваща взаимоотношенията между акционери (принципал) и ръководители (агент) и възможните противоречия в техните интереси. Съгласно агентската теория² акционерите са дисперсирани, но споделят обща цел – увеличаване на тяхното благосъстояние. Ръководителите са професионалисти, наети да управляват дружеството, и възползвайки се от относителното предимство, което им дава разпръснатата акционерна собственост, се стремят да извлекат собствена изгода чрез опортюнистично поведение. Разминаването в мотивацията на двете групи води до появата на конфликти между тях.

В практиката са познати два частни случая при класическия агентски модел:

- *Модел „повече от един принципал – един общ агент“*. Използва се при наличието на няколко собственика (принципала), разполагащи с пълна информация, които се конкурират помежду си, а ръководителят (агентът) е само един и изпълнява множество управленски функции.

В исторически план този модел е въведен от Adams, (1996), която разглежда мониторинга, осъществяван от правителствата на Англия и Холандия над техните колониални агенти зад граница в Източноиндийската компания. Авторът стига до заключението, че за намаляването на конфликтите между участващите в дружеството страни допринася създаването на мрежа за комуникация и отчетност, което тя определя като „хидра фактор“.

След анализ в специализираната литература (Attar et al., 2010) моделът започва да се използва при търговията с ценни книжа, като се приема, че принципалите разполагат с еднакви мотиви и времеви перспективи. С глобализацията на борсовата търговия той е адаптиран към реалните условия (Guthrie et al., 2007), при които мотивите на институционалните инвеститори могат да са свързани както с акционерната

² Моделът „принципал-агент“ е въведен от Michael Jensen и William Meckling през 1976 г. Той е заимстван от правната теория и се прилага в икономиката чрез теорията за договорите при наличие на информационна асиметрия между участниците в корпоративното управление.

стойност, така и със социалната отговорност, а времевите рамки се различават според честотата на публикуване на отчети преди провеждането на публичните търгове.³

- *Модел „принципал – заинтересувано лице“.* Той обхваща конфликта между интересите на акционерите и на други лица, заинтересувани от дейността на компанията.⁴ Тези конфликти намират проявление в неспазването на добри практики към конкурентите, а намаляването им се осъществява чрез намирането на общи интереси между компанията и нейните заинтересувани лица.

За да се ограничат конфликтите „принципал-агент“, е необходимо да се изравнят интересите на акционерите и на ръководителите. Това може да се извърши с помощта на:

- външни управленски механизми (активен пазар на ръководители и заплахата от поглъщане);
- вътрешни контролни механизми (мониторинг от борда и инструменти за компенсиране на изпълнителните директори).

Някои автори определят отделните механизми като заместващи се, давайки предимство на вътрешните (Suhomlinova, 2006), докато други препоръчват създаването на оптимална комбинация от двата вида механизми под формата на „пакет“ (Davis et al., 2002).

Моделът „принципал-агент“ е приложим в компании с дисперсирана собственост, при които съществува отделяне на собствеността от контрола. Този модел е залегнал в основата на голяма част от изследванията на англосаксонския тип корпоративно управление, в които не се отделя специално внимание на елементите на външната среда като институционална рамка.

2.2. Модел „принципал-принципал“

В някои икономики извън англосаксонския тип компаниите се характеризират с концентрирана собственост. В тях контролиращият акционер си запазва правото на контрол, а не го прехвърля ефективно на ръководителите, които представляват неговите интереси. Това намалява дисциплиниращия ефект, който външният пазар оказва върху ръководителите, и спомага за изравняване на техните интереси с тези на контролиращия акционер за извличане на частни ползи от миноритарните акционери. Неефективната защита на миноритарните акционери от своя страна води до загуба на доверие към компанията и те продават акциите си или се отказват да инвестират. В

³ Според нас моделът има реално приложение при корпоративното управление на финансови посредници. Това се потвърждава от примера с ръководителите на търговски банки, които обслужват и двата вида капитал – собствен (на акционерите) и привлечен (на вложителите).

⁴ Традиционната концепция за корпоративно управление ограничава кръга от заинтересувани лица до кредитори и служители на компанията, докато съвременната концепция разглежда въздействието, което поведението на компанията и нейните резултати оказва върху широка част от обществото и върху други компании.

държави, в които е налице строга защитеност на инвеститорите (миноритарните акционери), концентрираната собственост се разглежда като фактор, влияещ положително върху стойността на компанията и нейните резултати (Fama et al., 1983).

Когато собствеността е концентрирана, класическият агентски модел за нейното отделяне от контрола става неприложим (Peng et al., 2013) и практиките по корпоративно управление се определят от институционалната среда. Основните конфликти са между контролиращия и миноритарните акционери – т.нар. конфликти „принципал-принципал“. В тези случаи агентската теория отстъпва място на институционалната (Lin et al., 2011).

Разликата между моделите „принципал-принципал“ и „принципал-агент“ е във въздействието на институционалните условия. От гледна точка на институционалната теория практиките по корпоративно управление са определени от формални институции. Институциите, законите и регулациите за защита на инвеститорите са водещи фактори за формирането на концентрирана собственост (La Porta et al., 2002), чието наличие, съчетано със слабата защитеност на инвеститорите, са основните причини за възникването на конфликти от типа „принципал-принципал“ (Dharwadkar et al., 2000).

Общото между моделите „принципал-принципал“ и „повече от един принципал-един общ агент“ е допускането, че отделните групи принципи влияят върху вземането на решение, което може да породи потенциален конфликт на интереси (Hoskisson et al., 2002). Разликата е в ситуациите. Моделът „принципал-принципал“ се използва, когато контролиращият акционер има способността и мотивите да въздейства върху компанията при вземането на решение, както и върху крайните резултати (Young et al., 2008). При ситуации, в които агентът защитава интересите на различни принципи или последните не са в състояние ефективно да наблюдават неговите действия, се прилага моделът „повече от един принципал-един общ агент“ (Arthurs et al., 2008).

Моделите „принципал-заинтересувано лице“ и „принципал-принципал“ се различават по това, че при втория модел конфликтните интереси се разрешават вътре в самата компания.

Ефективността на корпоративното управление може да се постигне чрез комбинираното използване на външни и вътрешни механизми за намаляване на конфликтите в самата компания (Gedajlovic et al., 1998).

Външни управленски механизми при модела „принципал-принципал“

Външните механизми включват елементи на външната среда, определени в институционалната теория⁵:

⁵ Наличието на контролиращи акционери е довело до възникването в някои юрисдикции на концепцията за задължения към останалите акционери и в някои случаи – за задължения към

- правни институции – те указват размера и обхвата на защитата на правата на собственост, които определят структурата на собствеността и на контрола (La Porta et al., 1998). Правните и регулаторните режими на отделните държави се различават по отношение на защитеността на миноритарните акционери (Dyck et al., 2004);
- ефективен пазар на корпоративен контрол – стимулира мониторинга над управлението. В случаи на слаби резултати компанията може да бъде изкупена или придобита;
- ниво на организираност на пазара на ръководители – определя степента на защита на собствеността. За възникването на конфликти „принципал-принципал“ допринася назначаването на ръководители от контролиращия акционер на непазарни принципи, както и съкращаването на броя на ръководителите поради изискването за тяхното одобрение от компетентен орган;
- брой на публично търгуваните компании – отразява степента на защита на инвеститорите и достъпа до външно финансиране (La Porta et al., 1997);
- приватизация – очертава специфични за държавите с развиващи се икономики агентски проблеми. В тях за разлика от развитите страни приватизацията не допринася за успеха на прехода и за разрешаването на конфликтите „принципал-принципал“ (Wang, Judge. 2012). В тези икономики, за които са характерни слаба защита на инвеститорите и нефункционираща правна система, интересите на миноритарните акционери в приватизираните компании не са добре защитени (Dharwadkar et al., 2000).

Външните инструменти са водещи за намаляването на конфликти „принципал-принципал“, но те трябва да са съчетани с вътрешни механизми, които често могат да ги заместят (Walsh et al., 1990).

Вътрешни контролни механизми при модела „принципал-принципал“

Институционалната среда спомага за създаването на ефективни вътрешни условия за решаване на конфликти „принципал-принципал“ чрез въвеждането на регулации (La Porta et al., 1998). Когато институционалната среда е слаба, вътрешните механизми изпълняват по-значима роля за намаляване на конфликтите в корпоративното управление (Peng et al., 2009).

Към вътрешните механизми се отнасят:

- наличие на множество блокиращи лица вместо на контролиращ акционер. Предимството на този механизъм е в сформирването на коалиция, която

компанията. В Израел например има изрично задължение за контролиращите акционери към останалите акционери; в Белгия, Италия и Франция съществуват разпоредби относно злоупотреба с останалите акционери от страна на контролиращите акционери (вж. OECD, 2012).

осъществява по-ефективен контрол върху ръководителите, отколкото индивидуалния контролиращ акционер;

- ниска дивергенция на правото на глас от правото на плащане. Това е най-ефективният вътрешен механизъм за защита на акционерните права, директно свързан с мотивите на контролиращия акционер да експроприира печалбата и собствеността на миноритарните акционери.⁶ В системи, характеризиращи се със слаби външни, но строги вътрешни условия (т.е. ниска дивергенция между правото на контрол и правото на изплащане), контролиращият акционер има силен мотив да увеличава стойността на компанията, защото „никой не краде собствените си пари” (Peng et al., 2010). В този контекст компаниите с контролиращ акционер трябва да утвърдят репутацията, че в тях се спазват правата на миноритарните акционери;
- мениджърски опортюнизъм – засяга организационните ангажименти, които ефективно защитават инсайдерите на компанията от пазара на корпоративен контрол или от намеса на акционерите;
- ефективна защита на правата на миноритарните акционери. Прилагането на правилото „една акция-един глас“ дава възможност да се изравняват правата на собственост и на контрол, вкл. за получаване на информация. Правилото „една акция-един глас-един дивидент“ пък гарантира едно от основните права на акционерите – правото на гласуване за дивидент, вкл. на ликвидационен дял, както и за други форми на разпределение на печалбата.

3. Собственост в банковата система на България

България не е държава-член на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие и не е включена в нейните изследвания, което не дава възможност да се използват утвърдени методологии за провеждане на анализ и сравнения.⁷ Допълнително ограничение е наличието на проучвания само за публични дружества. За разлика от практиката в други страни, където като контролиращ акционер се възприема фамилията-учредител на компанията, у нас тази функция изпълняват стратегическите инвеститори.

⁶ В специализираната литература по корпоративно управление са посочени следните форми на експроприация от страна на контролиращите акционери: назначаване на неквалифицирани приятели или членове на фамилията като мениджъри; участие в себеизгодни сделки; благоприятстване на лични, семейни и политически програми, които пречат на корпоративните резултати; експроприране на печалбите на подчинени компании от пирамидална бизнес-група (Chen et al., 2011).

⁷ Организацията за икономическо сътрудничество и развитие предоставя сравнителни анализи за защита на миноритарните акционери, основани на нейните принципи за корпоративно управление. Сравнителният анализ на мажоритарните и миноритарните акционери обхваща над 30 юрисдикции, вкл. по-задълбочени прегледи за Белгия, Израел, Индия, Италия и Франция (OECD, 2012).

В резултат от членството ни в Европейския съюз българската икономика е банково базирана. В края на 2015 г. на фондовата борса са регистрирани около 400 фирми, от които четири са търговски банки (общият брой на търговските банки е 22). За разлика от банките-майка в Европейския съюз обаче техните дъщерни дружества у нас имат концентрирана собственост и не са котираны на борсата. Тук анализът е насочен към собствеността на банките, тъй като те са основен източник за финансиране на реалния сектор.

В изследването е използвана корпоративна информация, вкл. за структурата на собствеността, от тримесечните бюлетини „Банките в България“ на Българската народна банка, която е надзорен орган за банковата система. Бюлетините отразяват резултатите и динамиката в банковата система в страната, в т.ч. разпределението на акционерите.

В развитието на пазарните механизми в България могат да се обособят два етапа – процесът на приватизация през 90-те години на миналия век и членството в Европейския съюз от 2007 г. В началото на първия етап едноличен притежател на собствеността на водещите банки е държавата. Процесът на приватизация завършва с концентрация на собствеността (Keremidchiev, 2004) при наличието на множество миноритарни акционери, чиито права често са нарушавани от решения за увеличаване на капитала (Tchipev, 2001). През втория етап банкови групи от ЕС регистрират задгранични дъщерни дружества в България. И през двата етапа обаче собствеността на банките остава висококонцентрирана, като динамиката е от държавата към банкови групи от ЕС. С цел разширяване на анализа в изследването е включен и трети етап – края на 2015 г.

3.1. Обхват на анализа

В качеството на контролиращ акционер тук приемаме лице с 10 и повече процента от собствеността на дадена банка,⁸ а акционер, чийто дял е по-малък от посочения, разглеждаме като миноритарен акционер.⁹ Изследването обхваща търговски банки, регистрирани по българското законодателство, т.е. анализът не включва задгранични клонове в България и банки, регистрирани по специален закон. Изключени са също и банки с еднолична собственост поради факта, че собствеността е притежание на едно

⁸ Регулаторните органи в Израел и Италия имат право да определят кой е миноритарен акционер (OECD, 2012). У нас Българската народна банка избира праг от 10 и повече процента от собствеността за контролиращ акционер с цел да се определи (а) надеждността и годността на собствениците да подкрепят капитала на банката, ако е необходимо (чл. 14 (3). 12 от Закона за кредитните институции) и (б) вероятността те да навредят на надеждността и стабилността на банката с действията си или с влиянието си върху нейното управление (чл. 116 (1). 7 от същия закон).

⁹ Съществува и трети вид акционер - доминиращ акционер. Той обикновено е физическо лице, което притежава 20% или повече от правата на глас или от капитала и има мотив и власт да дисциплинира мениджмънта (Enriques et al., 2007). В българската практика доминиращият акционер е основателят на банката, т.е. налице е частен капитал с ниска динамика при промяна на собствеността.

лице и при тези банки не могат да възникнат конфликти „принципал-принципал“ (вж. фиг. 1). Посочените ограничения в изследването променят общия вид на банковата система, защото банките, оставащи извън анализа, са малко на брой, но са с най-голям емитиран капитал (вж. табл. 1).

Фигура 1



Източник: Собствени изчисления по данни от БНБ. Банките в България за съответните години.

Таблица 1

Обобщени данни за анализа

	Брой банки	Брой контролиращи акционери	Емитиран капитал (хил. лв.)
1999 г.	23	40	753 985
2007 г.	19	32	1 553 492
2015 г.	14	20	1 782 875

Източник: Собствени изчисления по данни от БНБ. Банките в България за съответните години.

3.2. Динамика в банковата собственост

През 1999 г. в България основният собственик на банковата система е държавата. С концентрирана чрез държавната Банкова консолидационна компания собственост са три банки – ТБ „Биохим“ (99.30%), Булбанк (98%) и Хебросбанк (97.57%). Характерна особеност на банковата система у нас по това време е, че собственост в банките имат правителството, представлявано от Министерството на финансите – Банка ДСК (100%), и Столична община – Общинска банка (67%). За да спомогне за въвеждането на пазарните принципи в националната икономика, Европейската банка за възстановяване и развитие навлиза в собствеността на три търговски банки – Обединена българска банка (35%), Първа инвестиционна банка (20%) и BNP-Dresdnerbank, България (20%). Държавната „Булбанк“ участва мажоритарно в две други банки – Обединена българска банка (35%) и Корпоративна търговска банка (99.99%). Има и един случай, когато институционален инвеститор – застрахователното дружество „Булстрад“, притежава собственост в търговска банка – Токуда Кредит Експрес Банк (33.34%).

През този период в собствеността на банките обикновено доминира местният капитал, а собственик е физическо лице – основател на банката (вж. Приложение 1). Държавните банки са с най-голям капитал и печалба. Има множество блокиращи лица в допълнение към контролиращия акционер (вж. фиг. 2).

Фигура 2



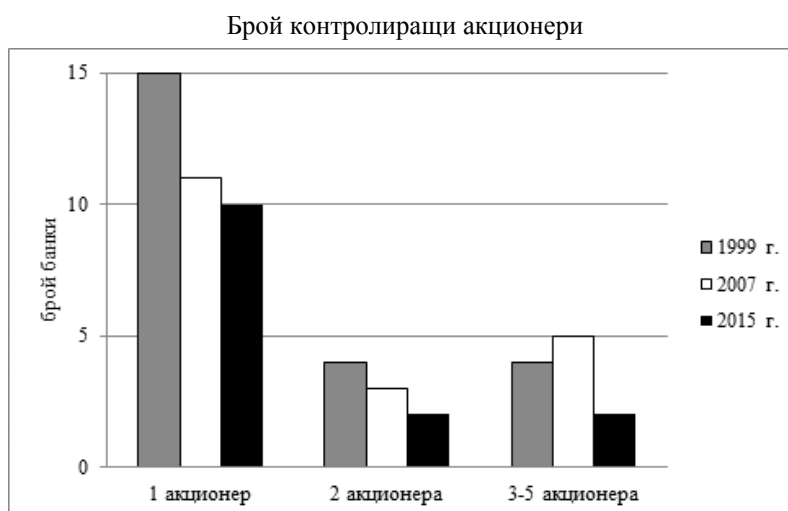
Източник: Собствени изчисления по данни от БНБ. Банките в България за съответните години.

След присъединяването на България към Европейския съюз през 2007 г. в страната започва да преобладава чуждестранната собственост в банковата система (над 90%) и се преминава към двустепенна система на управление. Делът на собствеността на физически лица намалява за сметка на този на юридическите субекти. След приемане на пазарните принципи Европейската банка за възстановяване и развитие се оттегля от собствеността на трите посочени банки и се насочва към ПроКредит Банк (19.71%).

Процесът на банкова приватизация в България включва губещи банки, продажба на печеливши банки и прихващане на външен дълг на стратегически инвеститори, т.е. на банкови групи от ЕС. В резултат от приватизацията значително се понижава делът на държавната собственост (вж. World Bank, 2008). Бившите държавни банки удвояват собствения си капитал и утрояват печалбите, а заделените в тях резерви са най-големи. Намаляването на дела на миноритарните акционери (персонал, учредители, както и наследници) се извършва чрез последователни увеличения на капитала с емитиране на нови акции, които се заплащат със собствени средства. Няма обяснение фактът, че миноритарни акционери се оттеглят от собствеността, при условие че банките са на печалба – възвръщаемостта на активите (ROA) за банковата система е 1.24% (данни към септември 2015 г.), а възвръщаемостта на балансовия капитал (ROE) – 9.53%. Възниква специфичен за България конфликт „принципал-принципал“ между два вида контролиращи акционери: платили в брой и платили с ценни книжа (вж. Георгиев, Керемедчиев, 2003). Акционерите, платили в брой, имат по-голям остатъчен риск и са способни да влияят върху компанията в тяхна полза

(вж. Георгиев, Георгиева, 2012). Необходимостта да се спазват нововъведените международни и национални изисквания води до увеличаване на капитала и до изтласкване на миноритарните акционери от собствеността (фиг. 3).

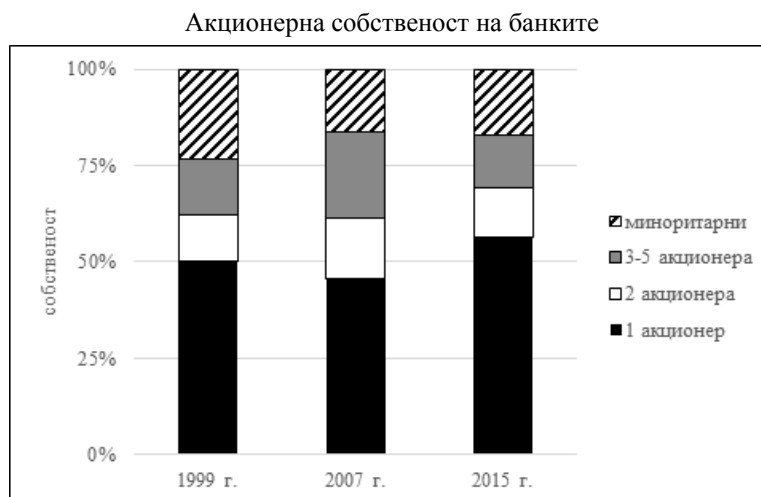
Фигура 3



Източник: Собствени изчисления по данни от БНБ. Банките в България за съответните години.

През 2015 г. собствеността на банките е силно концентрирана в един акционер (повече от 90%). Девет от общо 22 банки са еднолична собственост на банкови групи от ЕС. Преобладаващата чуждестранна собственост обяснява прилагането на двустепенна структура на управление. Само в два от случаите банките имат едностепенна структура, като и в двата собствеността е гръцка – Банка Пиреос България и Обединена българска банка. Общо четири физически лица са контролиращи акционери в три банки (вж. фиг. 3). Банките, които са регистрирани на фондовата борса, както и тези с местен капитал остават с по двама контролиращи акционери. Делът на физическите лица в собствеността на банките намалява – Инвестбанк (12.67%), Първа инвестиционна банка (85%) и D Commerce Bank (66.70%). Единствената бивша банка със семейна собственост (ТБ Тексим) вече е публично дружество. Банките с местен капитал са публични дружества, въпреки че са с концентрирана собственост. Банките с висока концентрация на собствеността (повече от 90%) са с най-големи заделени резерви, вкл. неразпределена печалба от предходни периоди, до които имат достъп само контролиращите акционери. Нов аспект на концентрираната собственост е придобиването на миноритарен дял от водеща чуждестранна банка – например The Bank of New York Mellon, New York, която има по 0.20% от собствеността на две български публични банки.

Фигура 4



Източник: Собствени изчисления по данни от БНБ. Банките в България за съответните години.

3.3. Резултати

Практиките на корпоративното управление в българската банкова система са резултат от развитието на икономиката и на обществото. Трансформацията на собствеността от държавата към частни капитали запазва високата ѝ концентрация. Ето защо в съвременните условия у нас не са приложими моделите „принципал-агент“, „повече от един принципал-един общ агент“ и „принципал-заинтересувани лица“. Поради увеличаването на концентрацията на собствеността на практика се прилага само моделът „принципал-принципал“.

Въз основа на направеното изследване могат да се разграничат три отделни групи собственост, характерни за банковата система в България: частна, държавна и на институционални инвеститори.

- Частната собственост е силно концентрирана в няколко чуждестранни акционери, предимно от ЕС. Намаляващото участие на миноритарните акционери обуславя необходимостта от стриктно спазване на задълженията на надзорните органи, свързани със защитата на техните права, което би повишило доверието в капиталовите пазари.
- Държавната собственост намалява в резултат от процеса на приватизация. За разлика от практиката в други страни в България държавата не задържа залог върху собствеността в банковата система, което е от решаващо значение за икономическото развитие. Не се прилагат и инструменти за блокиране на собственост чрез притежаване на златна акция.
- Институционалните инвеститори са сравнително малко на брой и нови за българската банкова система: две застрахователни компании и четири

инвестиционни дружества. Тяхната роля при упражняването на правото на глас е пасивна, което до голяма степен се дължи на ограничените им възможности за промяна на съществуващата сега среда на концентрирана собственост (вж. World Bank, 2008).

За намаляване на конфликтите „принципал-принципал“ в българската практика се използват както външни и вътрешни механизми, така и комбинация от тях.

- Външни управленски механизми:

- Преходният период към пазарна икономика определя специфичната среда в Източна Европа, вкл. в България, където договорите не са пълни, пазарите са неперфектни и институционалната среда е политизирана (Минчев и др., 2007). Правният режим допринася за формиране на акционерната структура и за предоставяне на защита на миноритарните акционери. Съгласно Търговския закон от 1991 г., за да се свика извънредно събрание на акционерите, се изискват най-малко 5% от собствеността. За разлика от страните с развита пазарна икономика в България правната уредба не включва право на глас за миноритарните акционери при избор на независими директори¹⁰ и за споразумение между дружеството и контролиращия акционер, за да се гарантира независимостта на неговата дейност от надзорния орган. Правата на миноритарните акционери са защитени по законодателен ред единствено за търговски банки-публични дружества (около 16% от общия брой банки и 7% от общия капитал на банковата система).
- Пазарът на корпоративен контрол у нас е слабо изразен. В повечето случаи този контрол се извършва при доброволно сливане между банките-майка в чужбина. За последните 10 години в България има само едно юридическо сливане – на Булбанк (UniCredit Group, Italy), HVB Bank Biochim (HypoVereinsbank, Germany) и Хебросбанк (Bank Austria Creditanstalt, Austria), като изпълнение на решението, взето от UniCredit Group за сливане с HVB Group.
- Както вече посочихме, организацията на пазара на мениджъри определя степента на защита на собствеността. Подобно на другите, и в нашата страна въздействието от конфликтите „принципал-принципал“ позволява назначаването на мениджъри от контролиращия акционер на непазарни принципи. Преобладаващата форма на корпоративен контрол е директната (вътрешен контрол) – пряко наблюдение на мениджърите от контролиращия акционер (вж. Георгиев, Георгиева, 2012). Намаляването на броя на мениджърите, произтичащо от изискването за тяхното одобрение от надзорния орган, също допринася за такива конфликти.

- Вътрешни контролни механизми:

¹⁰ Миноритарните акционери в Израел и Италия имат известни права да номинират и избират пряко независими директори (вж. OECD, 2012).

- *Наличието на контролиращ акционер* в българската банкова система създава предпоставки за възникването на конфликти „принципал-принципал“, тъй като членовете на борда се избират от него и по този начин се ограничава контролът върху мениджърите.
- *Българското законодателство* определя в банковата система да се прилага принципът „една акция-един глас“. Това води до разминаване между правото на плащане от правото на глас и на правото на контрол от правото на собственост. Според нормативната уредба в страната годишното общо събрание на акционерите взема решение за разпределяне на печалбата, за попълване на фонд „Резервен“ и за изплащане на дивиденди, като тези решения се приемат с мнозинство от представените акции. Законодателството не определя местоположението на събранията на акционерите и някои събрания се провеждат извън България (World Bank, 2002). Намаляването на дела на миноритарните акционери (персонал, основатели и наследници) се извършва чрез последователни увеличения на капитала посредством издаване на нови акции, платени със собствени средства. Рамката на корпоративното управление се нуждае от подобрене – тя трябва да се формира така, че да задължи дружествата да предоставят информация за кръстосано акционерно участие и структури, които засягат правото на глас. Слабо разпространена у нас е и практиката да се разкриват политиките на гласуване или да се ангажират бордът и висшето ръководство за обсъждане на въпроси, свързани с корпоративната стратегия или управление (World Bank, 2008).
- Съществуването на контролиращ акционер обуславя още една характерна черта на корпоративното управление в българските банки – *директното назначаване на мениджъри и определянето на възнаграждението им*. Този непрозрачен подход свежда до минимум въздействието на пазара за мениджъри. Опортюнистичното поведение на последните придобива ново измерение – то води до предпочитания към действия в полза на контролиращия акционер за сметка на самото дружество, миноритарните акционери и заинтересуваните лица. Мекото законодателство на ЕС относно оповестяването на възнагражденията на мениджърите у нас е заменено с твърдо законодателство под формата на наредби на БНБ. Не е публикувана информация за възнаграждение на мениджъри с акции.

Заключение

Съвременната икономическа ситуация принуждава компаниите да променят акционерната си структура чрез привличане на външен капитал, най-често чрез фондовата борса. Промяната в акционерната структура поражда нови конфликти между контролиращи и миноритарни акционери. Конфликтите „принципал-принципал“ могат да се намалят чрез подходящо съвместяване на външни и вътрешни инструменти за въздействие – с помощта на ефективни закони и регулации (външни управленски механизми), съчетани с ниска дивергенция на контрол и права

на изплащане (вътрешни контролни механизми). Подобна комбинация допринася за създаване на благоприятна акционерна структура, в която частните ползи от контрол са малки, а правата на миноритарните акционери са добре защитени.

Различията в институционалната среда на отделните страни не позволяват да се приложи единен агентски модел (вж. Lubatkin et al., 2005). В държави с дисперсирана собственост и правни механизми за защита на миноритарните акционери се използва моделът „принципал-агент“. При икономики със слаба институционална рамка агентските договори се осъществяват и преобладава концентрираната собственост (Wright et al., 2005), т.е. за тях е подходящ моделът „принципал-принципал“.

Конфликтите „принципал-принципал“ са често срещани в страните от Източна Европа. Това се дължи основно на протичащите там процеси на приватизация, както и на котирането на бившите държавни компании на фондовата борса. В Румъния например този конфликт е свързан с желанието на някои мажоритарни акционери да контролират стратегически отрасли от промишлеността за своя собствена полза чрез делистване, т.е. чрез ограничаване на миноритарните акционери (вж. Carmichael et al., 2001). Препоръките на анализаторите относно намаляването на конфликта "принципал-принципал" са свързани с разширяване на участието на външни експерти и консултанти в областта на корпоративното управление (Минчев и др., 2007).

Конфликти „принципал-принципал“ могат да възникнат и в развити икономики, например, когато е налице частично съвпадане между интересите на ръководителите и тези на други заинтересувани лица, примерно облигационери (Hart et al., 1995).

В България *външната среда* (процесът на приватизация и членството в ЕС) обуславя съществуването на концентрирана собственост в банковата система, поради което ролята на мекото законодателство е незначителна и практиките на корпоративно управление се определят от институционалната среда (твърдо законодателство). Предимството на концентрираната собственост е най-вече в намаляване на разходите за провеждане на годишни събрания на акционерите.¹¹ Миноритарните акционери не са подготвени да упражняват ефективно своите права.¹²

С членството ни в ЕС конфликтите „принципал-принципал“ придобиват ново измерение. Приемането на европейските директиви и на подхода за единен лиценз

¹¹ Според информацията, публикувана на интернет-страницата на Българска фондова борса, през 2015 г. при провеждане на годишно общо събрание на акционерите на една търговска банка-публично дружество, например са й били необходими 55 минути за регистрация на шестима акционери и 25 минути за провеждане на събранието, на което са обсъдени и гласувани девет точки от дневния ред (приети единодушно) и е съставен протокол от 13 страници, Интернет линк: http://www.bse-sofia.bg/?page=GeneralMeetings&code=5BN&extri_id=89757.

¹² През 2014 г. група физически лица придобива миноритарен дял от една търговска банка-публично дружество (със средно за банковата система ниво на активите) и при провеждане на годишното общо събрание на акционерите повдига въпроси, свързани с отпускането на кредити при непазарни условия на видни политици. След месец банката е поставена под специален надзор и впоследствие е спасена от данъкоплатците за 3.3 млрд. лв., с което бюджетният дефицит на страната се увеличава до 5.8% от БВП.

води до намаляване на риска за инвестициите, за което благоприятства и въведената практика по дисперсиране на мажоритарния дял между контролиращи акционери в рамките на една банкова група, регистрирана в ЕС. Показателен в това отношение е примерът с Юробанк България АД, в която контролиращ акционер е дъщерно дружество на гръцката EFG Eurobank Ergasias, регистрирано в Кипър и извършващо инвестиции на нови пазари. През 2007 г. част от собствеността е прехвърлена на банката-майка и на инвестиционен посредник в Холандия от същата банкова група (вж. Приложение 2). Паралелно с увеличаването на броя на контролиращите акционери (от един на трима) се повишава концентрацията на собствеността в банковата група (от 85.64 на 99,99%), а участието на миноритарните акционери се свежда до минимум (от 14.36 на 0,01%). Използването на подобен похват води до запазване на контролиращия дял в собствеността и до формиране на квазиконфликти „принципал-принципал“.

Вътрешните механизми в българската практика не предоставят решение на конфликта „принципал-принципал“, а външните са ограничени до прилагане на директивите на Европейската комисия, които не отразяват адекватно положението в България. Това показва, че в сходни с нашата ситуации е препоръчително вътрешните и външните инструменти да се разглеждат като допълващи се, а не като взаимно заменяеми. При това водеща трябва да бъде ролята на външните механизми. Банките-майка, чиито дъщерни дружества извършват дейност в страната, трябва да приемат единна политика за разкриване на информация, вкл. механизми за разрешаване на конфликти „принципал-принципал“ за цялата група. Освен саморегулиране и самоконтрол като решение на конфликтите "принципал-принципал" може да се прилага повишено ниво на разкриване на нефинансова информация (вж. Чипев, 2012). Препоръчително е оповестяването да бъде както *ex ante*, така и *ex post*, и да бъде в съответствие с добрите международни практики по корпоративно управление (ОИСР и Базелския комитет).

Използвана литература

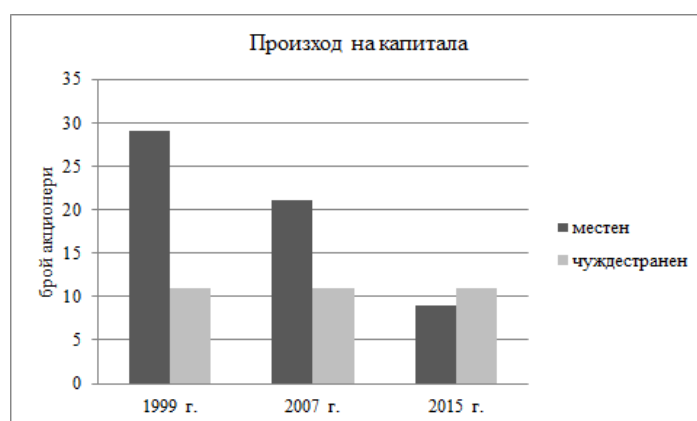
- Българска Народна Банка. (2000). Търговските банки в България. декември 1999. С.: БНБ.
- Българска Народна Банка. (2007). Търговските банки в България. Март 2007. С.: БНБ.
- Българска Народна Банка. (2015). Търговските банки в България. Март 2015. С.: БНБ.
- Георгиев, И., Георгиева, И. (2012). Корпоративно управление. Перник: Европейски политехнически университет.
- Георгиев, И., Керемедчиев, С. (2003). Към модернизиране на корпоративното управление в България. Научна конференция "Предизвикателствата на корпоративното управление в България", 10 юни 2003 г., С.: Икономически институт, Българска академия на науките, с. 6-50.
- Минчев, В., Петкова, Р., Чипев, П., Бошнаков, В. (2007). Публичните дружества и развитието на фондовата борса в България: противоречиви траектории на българския корпоративен модел. С.: АИ „Проф. Марин Дринов“.
- Чипев, П. (2012). Предизвикателства пред корпоративното управление в България. Принципи и добри практики, проблеми и решения, ресурси. С.: Corporate Research Centre.
- Adams, J. (1996). Principals and Agents, Colonialists and Company Men: The Decay of Colonial Control in the Dutch East Indies. – *American Sociological Review*, 61(1), pp. 12-28.

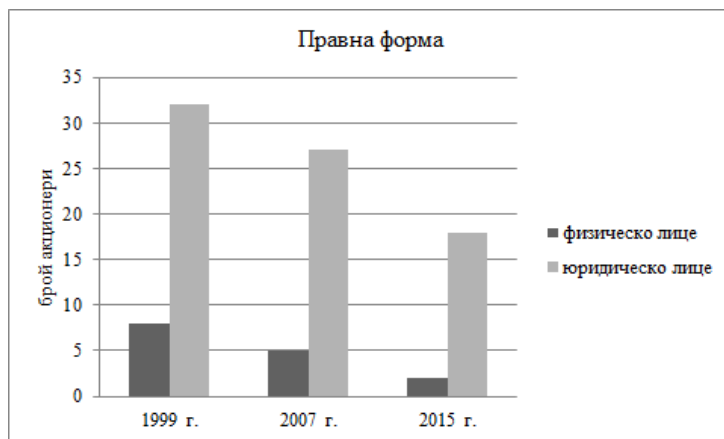
- Arthurs, J., Hoskisson, R., Busenitz, L. and Johnson, R. (2008). Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms. – *Academy of Management Journal*, 51(2), pp. 277-294.
- Attar, A., Campioni, E., Piasek, G. and Rajan, U. (2010). On multiple-principal multiple-agent models of moral hazard. – *Games and Economic Behavior*, 68(1), pp. 376-380.
- Carmichael, J. and Kaufmann, D. (2001). Public Sector Governance and the Finance Sector. World Bank/International Monetary Fund/Federal Reserve Board conference on: Policy Challenges for the Financial Sector in the Context of Globalization. Washington DC, June.
- Chen, V., Li, J. and Shapiro, D. (2011). Are OECD-prescribed “good corporate governance practices” really good in an emerging economy?. – *Asia Pacific Journal of Management*, 28, pp. 115-138.
- Davis, G., Useem, M. (2002). Top management, company directors, and corporate control. – In: Pettigrew, A., Thomas, H., Whittington, R. (eds.). *Handbook of Strategy and Management*. London: Sage, pp. 232-258.
- Dharwadkar, R., George, G. and Brandes, P. (2000). Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. – *Academy of Management Review*, 25(3), pp. 650-669.
- Dyck, A. and Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. – *Journal of Finance*, 59(2), pp. 537-600.
- Enriques, L. and Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. – *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, N 1, pp. 117-140.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. – *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.
- Gedajlovic, E. and Shapiro, D. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. – *Strategic Management Journal*, 19, pp. 533-553.
- Guthrie, D., Xiao, Z. and Wang, J. (2007). Aligning the Interests of Multiple Principals: Ownership Concentration and Profitability in China’s Publicly-Traded Firms. Leonard N. Stern School of Business, Stern Working Paper, EC-07-32.
- Hart, O. and Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. – *American Economic Review*, 85, pp. 567-585.
- Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R. and Grossman, W. (2002). Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies. – *Academy of Management Journal*, 45(4), pp. 697-716.
- Keremidchiev, S. (2004). Towards modernization of the corporate governance in Bulgaria. – In: *Economic Development and Reconstruction Policies in South-East Europe: The Influence of European Integration* Inter-University Centre. Dubrovnik, 6th-8th May.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). Legal determinants of external Finance. – *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998). Law and Finance. – *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. – *Journal of Finance*, American Finance Association, 57(3), pp. 1147-1170.
- Lin, C. and Chuang, C. (2011). Principal-Principal Conflicts and IPO Pricing in an Emerging Economy. – *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), pp. 585-600.
- Lubatkin, M., Lane, P., Collin, S. and Very, P. (2005). An embeddedness framing of governance and opportunism: towards a cross-nationally accommodating theory of agency. – *Journal of Organizational Behavior*, 27, pp. 1-16.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2012). *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*.
- Peng, M., Sun, S., Pinkham, B. and Chen, H. (2009). The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod. – *Academy of Management Perspectives*, 23(3), pp. 63-81.
- Peng, M. and Jiang, Y. (2010). Institutions behind Family Ownership and Control in Large Firms. – *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 253-273.
- Peng, M. and Sauerwald, S. (2013). *Corporate governance and principal-principal conflicts*. The Oxford handbook of corporate governance. Oxford: Oxford Univ. Press, pp. 658-672.

- Suhomlinova, O. (2006). Toward a model of organizational co-evolution in transition economies. – Journal of Management Studies, 43(7), pp. 1537-1558.
- Tchipev, P. (2001). Ownership Structure and Corporate Control in Bulgaria. – In: First South East Europe Corporate Governance Roundtable “Shareholder Rights and Equitable Treatment”. Bucharest 20-21 September.
- Walsh, J. and Seward, J. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. – Academy of Management Review, 15(3), pp. 421-458.
- Wang, L. and Judge, W. (2012). Managerial ownership and the role of privatization in transition economies: The case of China. – Asia Pacific Journal of Management, Vol. 29, pp. 479-498.
- World Bank. (2002). Corporate Governance Country Assessment. Bulgaria. WB, Washington.
- World Bank. (2008). Report on the observance of standards and codes (ROSC). Corporate governance country assessment. Bulgaria. WB, Washington.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. and Peng, M. (2005). Strategy research in emerging economies: challenging the conventional wisdom. – Journal of Management Studies, 42, pp. 1-33.
- Young, M., Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G. and Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. – Journal of Management Studies, 45(1), pp. 196-220.

Приложение 1

Обобщени данни за контролиращите акционери в банковата система на България





Приложение 2

Динамика на акционерите на Юробанк България АД

