

Икономически ефекти от раздробяване на собствеността

Стоян Шаламанов*

Резюме: Публикацията разглежда раздробяването на собствеността от гледна точка на теорията за правата на собственост като част от институционалната икономическа теория. Представят се три варианта за раздробяване на собствеността, свързаните с тях негативни ефекти върху икономическата ефективност са в областта на акционерната собственост, „трагедията за анти-общодостъпната собственост“ и конфликта между полезност и ефективност при раздробената лична собственост. Накрая се дават препоръки за предотвратяване на негативните последици от опасното за икономическата ефективност раздробяване на собствеността.

Ключови думи: Права на собственост, раздробяване на собствеността, акционерна собственост.

JEL: D23, K11.

Еволюцията на правата на собственост, движейки се исторически към среда с все по-ограничени ресурси, но и същевременно към среда с все по-разнородни видове блага, се реализира в една все по-динамично изменяща се институционална

* Стоян Шаламанов е докторант в катедра „Икономика“ в УНСС, e-mail: stoyan26@yahoo.com

среда. Тя създава нови предизвикателства пред институционалната икономическа теория, които изискват непрекъснато усъвършенстване на института на правата на собственост.

Проблемите от прекомерното раздробяване на собствеността са част от икономическите аспекти на правата на собственост в рамките на институционалната икономическа теория. Също така тази материя може да се приобщи към системния анализ на частната собственост. Негативните ефекти от раздробеността на собствеността могат да се обособят като самостоятелна част в спектъра на аномалиите, създавани от института на частната собственост. Изолирането им дава възможност за специализиран анализ и разкриване както на диференцирани, така и на общи подходи при разработката на политики за преодоляването им. Именно в последното се заключава и целта на настоящото изследване. Тя се постига чрез анализ, включващ интердисциплинарен подход между икономиката и правото. Статията се структурира в четири части: Противоречията при акционерната собственост, Трагедия на анти-общодостъпната собственост, Конфликт между полезност и ефективност при раздробената собственост и Изводи и препоръки. Разработката търси допълнителни аргументи в полза на тезата, че положителното въздействие на

частна собственост върху икономическата ефективност може да се случи само в подходяща институционална среда с правни норми, които осигуряват установяване на правоотношения и сключване на договори, повишаващи благосъстоянието в обществото.

Под раздробяване на собствеността в статията се разбира увеличаване броя на съсобствениците (титулярите на собственически права) на дадено имущество. Трябва да направим и важно уточнение какво именно приемаме за увеличаване на броя на членовете в дадена съсобственост. Приемаме, че това може да се случи по три самостоятелни линии:

- окрупняване по пътя на съсобствеността (обединяване на агенти за създаване на по-голяма обща собственост);
- споделяне на част от правомощията по дадено имущество с други агенти;
- споделяне на дялове (идеални части, или обособени части от общи активи) с други агенти.

В тази последователност ще изложим и примерите, при които се изразяват негативните последици от съответното раздробяване на собствеността.

1. Противоречията при акционерната собственост

Акционерната собственост е един от основните видове корпоративна собственост в пазарните икономики. Основният проблем на акционерната форма на собственост е „контролът над контролиращите“. В класическата форма на собственост той е решен чрез правото на остатъчен доход на контролиращия (управляващия), защото в тази форма собственикът и управляващият са едно и също лице. В съвременните корпорации, обаче, **стремежът към окрупняване на бизнеса с цел икономии от мащаба** води до привличане на все повече и повече инвеститори в акционерните друже-

ства. Особено изразена е тази тенденция в публичните акционерни дружества (тези, чиито акции се търгуват на борсите). Тя води до разделение между собствеността и управлението. Също, както е и при държавната собственост, се отваря широко поле за опортюнистично поведение на висшите мениджъри. Те имат свободата да се стремят да максимизират своя личен интерес за сметка на интереса на акционерите.

Ако в класическата фирма основният сблъсък е между труда и капитала, работника и предприемача, то в съвременната корпорация сблъсъкът е между мениджъра и собственика в лицето на акционерите, които могат да се нарекат в немалко случаи просто инвеститори, особено ако са миноритарни и нямат властта да контролират ефективно дружеството. Най-акуратната институционална теория, която разглежда естеството на тези отношения, е теорията „принципал-агент“. Според нея мениджърите се придържат към дискреционна политика, като максимизират своята управленска полезност, при условие че печалбата не пада до неприемливо за акционерите ниво. Според нобеловия лауреат по икономика за 2009 г. Оливър Уилямсън (1963), функцията на полезността се обуславя от три фактора:

- Разходи за поддържане на повече от необходимия персонал;
- Известна степен на управленческа инертност;
- Определен дял на дискреционни инвестиции.

Трябва да се отбележи, че мениджърският опортюнизъм в корпорациите по света е различен. Така, например, американските модели на корпоративна собственост се отличават с дисциплина и прозрачност, японските – с намален опортюнизъм и пряко въздействие на собственика, немските – с разпределение на риска и съответно изгодите измежду много участници. В България мениджърите в корпорациите преследват в много случаи бързи печалби, за да

докажат високи приноси на мажоритарните собственици и да си осигурят максимизация на доходите в краткосрочен период. Склонни са да поемат високи рискове във връзка с последното, които рискове излагат на опасност от фалит понякога големи и стари, утвърдили се компании. Рисковете са свързани и с поемането на големи кредитни експозиции за бързо разширяване на производството, експанзия на придобивания и поглъщания, за сметка на това поддържане на ниска ликвидност и уязвимост в условията на понижено търсене и промяна в икономическия цикъл.

За да разберем доколко оптимално за икономиката са разпределени и организирани правата на собственост в акционерната форма на собственост в България, можем да приведем няколко критерия за оценка, които се срещат в литературата (Олейник, 2002). Правата върху дружеството са разпределени между четири страни: съдружниците, които в Акционерните дружества (АД) се наричат акционери, общото събрание на акционерите (ОСА), изпълнителния орган, който по българския закон може да бъде едностепенен със Съвет на директорите и двустепенен с Управителен и Надзорен съвет, и сдържащата (административните органи на контрол).

1. Единият критерий за оценка може да бъде степента на спецификация на правата. В Търговския закон (ТЗ) на България детайлно се описват титулярите на всички правомощия по акционерната собственост. Описани са правомощията на ОСА, правомощията на миноритарните акционери по свикване на ОСА, по достъп до финансова информация, по даване на предложения, правата им на остатъчен доход и т.н. Подробно са описани и правомощията на органите на управление и при едностепенна, и при двустепенна система. Както и какви ограничения може учредителният акт (Уставът) да наложи при вземането на решения от Изпълнителния директор и

Съветите (Съвета на директорите – СД, Управителния съвет – УС и Надзорния съвет – НС). Степента на спецификация е важна, защото съгласно Теоремата на Коуз една от предпоставките за ефективно разпределение на ресурсите е по-пълната спецификация на правата на собственост (правомощията). И обратното, размиването на тези правомощия е бариера пред създаването на стимули за ефективно използване на ресурсите.

2. Друг критерий е: Дали разпределението на правата на владение и на остатъчен доход принадлежат на един и същи субект? Ако правата на владение и на остатъчен доход принадлежат на едно и също лице, то би трябвало това да даде мощен стимул да се ограничи опортюнизма и да се увеличат контролните функции. При АД тези правомощия принадлежат на ОСА. Когато собствеността е достатъчно раздробена, както е при големите дружества, то възниква „проблемът с гратисцията“. Всеки различа на другите да осъществява контрола и в крайна сметка никои не го осъществява.

3. Критерий може да бъде: Какви бариери има пред промяната на конфигурацията на правомощията? Според Р. Коуз минималните транзакционни разходи осигуряват оптимално разпределение на собствеността. Тя попада в най-заинтересованите лица. От една страна, ТЗ позволява АД да се преобразува в ООД (дружество с ограничена отговорност), и обратното. За разлика от ЕТ (Едноличния търговец), което по същество не е дружество, а лице-търговец и като такова не се преобразува и погива с погиването на физическото лице, то акционерите в Акционерното дружество могат свободно да прехвърлят акции на други физически и юридически лица и акциите се наследяват. Пакетът правомощия в акционерната собственост може с минимални транзакционни разходи да се прехвърля.

4. Възниква ли конфликтът „принципал-агент“ в дружеството и как се решава

той? Когато основните правомощия на владеене, ползване и разпореждане принадлежат на различни субекти, проблемът „принципал-агент“ възниква и в отношенията между владелците и ръководството и между ръководството и служителите. При АД от двете страни са ОСА и Изпълнителният орган (СД, УС, Изпълнителен директор и др.). Възможно е върху агента да се въздейства (да се мотивира срещу опортюнизъм) посредством предоставяне на миноритарно участие в капитала и това в България се практикува или посредством договаряне на бонуси определен размер печалба. Ако дружеството е публично котираното на акциите също дават сигнал за акуратността на работата на мениджмънта. Обаче като цяло ежегодните одити и публикуване на годишни финансови отчети нямат необходимото въздействие, защото в много случаи не отразяват реалното състояние. Възможно е, особено в българската практика да се срещнат случаи, когато дискреционната политика да се осъществи и по линията мажоритарен акционер – миноритарни акционери.

5. Степен на споделяне и прехвърляне на риска. В корпорацията се предполага, че функциите (правата) на вземане на решения (разпореждане) и поемане на риска (остатъчен доход) са разпределени между ръководството и акционерите. Наблюдава се хеджиране (прехвърляне) на риска от мениджъра върху акционерите. Положителното в случая е, че акционерните дружества в България могат да има неограничен брой акционери, което дава възможност за разпределяне на риска между много участници. Това обаче, както разгледахме по-горе, има и негативни ефекти.

6. Възможност за привличане на капитал. Възможностите на българските акционерни дружества да привличат нов капитал с минимални транзакционни разходи могат да се оценят положително. Основният капитал може да се увеличава по всяко

време без ограничения по решение на ОСА. Ако дружеството е публично, се организира първично или следващо публично предлагане на ново емитирани акции от увеличения капитал. Ако не е, се търсят инвеститори, обикновено институционални. Тези възможности се използват и когато дружеството не желае да разпределя печалба, то може да увеличи капитала с размера на печалбата си и да раздаде новоемитираните акции на акционерите вместо дивидент. С подобни практики обикновено обаче се засягат интересите на малките инвеститори. От една страна, те не получават дивидент, а от друга, подобна емисия много често предизвиква спад на цените на акциите.

2. Трагедия на анти-общодостъпната собственост

Съществуват и други хипотези, при които раздробяването на частната собственост може да генерира икономическа неефективност. При определени обстоятелства съществуването на няколко титулари на различни собственически правомощия върху даден ресурс могат да затруднят използването му. Наблюдава се т.нар. „трагедия на анти-общодостъпната собственост“. Тази ситуация възниква, когато имаме няколко собственика на даден ресурс, които могат да си забранят един на друг ползването на ресурса. Така никои собственик не може да реализира правото си на ползване на ресурса, защото всеки има право на вето.

В общодостъпната собственост владелците имат право да ползват ресурса, но нямат право да ограничават други от ползване. В модела „анти-общодостъпна собственост“ е обратното: съсобствениците имат право да изключат другите лица от потреблението, но нямат право да използват ресурса без разрешението на останалите. Подобни хипотези се реализи-

рат много често при обща интелектуална собственост. Приватизацията на научните изследвания води до тези последици. Когато патент над ново лекарство не може да се реализира на фармацевтичния пазар, то много често се възпрепятстват по-нататъшните проучвания и в крайна сметка се стига и до забавяне на научния прогрес, и до загуба на човешки животи. Барьерата понякога възниква не просто от липсата на съгласие между съсобствениците, но и от прекомерно високите транзакционни разходи по сделки, свързани с активи с раздробени собственически права над тях. Например даден патент се гържи от множество откриватели или техни наследници, свързането и договарянето, с които би покачило изключително транзакционните разходи. Затруднения от подобно естество е възможно да възникнат по отношение на всеки един вид собственост: дори и при раздробяване на собствеността на здание и земята, на която е построено, между множество агенти.

Проф. Майкъл Хелър въвежда концепцията за трагедията на анти-общодостъпната собственост (ТАОС) с труда „Трагедията на анти-общодостъпната собственост: собствеността в прехода от Маркс към пазара“ (1998). Идеята възниква у него посредством наблюденията му върху постсоциалистическото развитие в Москва, където много търговски обекти в сградите остават празни за разлика от павилионите по улиците. Проф. Хелър установява, че празните витрини в Москва се дължат на разпределението на многото пакети права едновременно между различни агенти (Общинската власт в Москва, Федералното правителство и още шест агенции). Някои имат правото да продават, други да получават приходите от продажба, трети да отдават под наем, да заемат, или да определят начина на ползване. Всеки от собствениците поотделно може да блокира

останалите да използва пространството като витрина и никои не може да създаде магазин, без да получи съгласието на всички останали.

Описаната по-горе картина наподобява българската реалност в областта на управлението на етажната собственост в многофамилните жилищни блокове. Общите части в повечето стари жилищни сгради в България не се поддържат в резултат от подобна трагедия на анти-общодостъпна собственост. Когато става дума за ремонти и поддръжка, решенията се взимат трудно. В самия закон за управление на етажната собственост липсва яснота и възможности за безпрепятствено приемане на решения. Например, когато става дума за включване в проект за саниране, дори само един глас в ОСС (общото събрание на собствениците) може да блокира решението.

ТАОС се наблюдава и в областта на научните разработки. Шулиц и Париси (2002) разкриват, че много области на интелектуалната собственост постепенно преминават от режим на обща към частна собственост. При режимите на обща собственост, голяма част от знанията са свободно достъпни в публичното пространство. Като се има предвид обществено важният характер на тези открития и информация, научните изследвания са били публично финансирани. В днешно време обаче защитата, предоставена от законите за интелектуалната собственост, постепенно води към приватизация на научните изследвания. Резултатите от тези изследвания обикновено се патентоват и по-късно търгуват на пазара. Това, от своя страна, позволява изследователските фирми и институции да реализират печалби и да бъдат стимулирани за ценни научни изследвания. За съжаление, обаче, понякога патентната защита предоставя собственически права от типа на ТАОС на група от няколко изследователи. Патентът не намира по-нататъшно развитие в изследо-

вателската или производствената сфера, защото измежду носителите на правата на собственост върху него липсва съгласие по условията и цената за продажбата.

3. Конфликт между полезност и ефективност при раздробената собственост

Негативните последици от раздробяването на собствеността могат да се проследят и по друга линия. Нека приемем, че най-разумно се управлява едноличната собственост, т.е. ако имаме едноличен собственик, ще получим най-висока полезност за обществото от дадена единица собственост. При едноличната собственост обаче може да се забележи един недостатък, а именно – по отношение на ефективността. Например загуба по отношение на икономии от мащаба. Една постройка би имала най-висока полезност, ако е притежание на едно лице. Ако тя премине в съсобственост, нейната обща полезност ще намалее, защото съобразяването с всеки следващ съсобственик при стопанисването ще намалява способността ѝ да удовлетворява визията и нуждите на всеки поотделно. Съсобствеността е в състояние да се превърне в нещо пренебрежимо за всеки, за разлика от еднолично притежаваната вещ, защото от стойността ѝ се приспада съобразяването с другите. Независимо от това, при колективната собственост пък са възможни съществени икономии от мащаба. Ако вместо къща върху парцела построим жилищен блок, то големият блок ще донесе икономии от мащаба и от използваната земя, и при изграждането, и при експлоатацията, при отоплението, дори при охраната му. А този сценарий е по-ефективен за обществото като цяло.

С увеличаването на съсобствеността се повишава ефективността от използването на имота, но за сметка на по-ниска полезност за всеки от съсобствениците.

В един момент имотът е толкова раздробен, че общата полезност от собствеността започва да намалява. Възможно е да се стигне и до състояние, при което общата полезност стига нула при продължаващо раздробяване на собствеността и дори да приеме отрицателни стойности, когато все някой трябва да се грижи за тази съсобственост (продължават да се внасят и данъци върху нея), но никой не би имал заслужаваща си грижите полза от нея.

Възниква въпросът, не без основание, защо изследванията върху публично търгуемите дружества показват, че по-високо ефективни са дружествата с повече акционери. Ние поддържаме тезата, че горното правило важи и за тях. До един момент раздробяването на собствеността при тях е благотворно, привлича се нов капитал за дейността на дружеството, присъединяват се нови институционални инвеститори, които осъществяват контрол върху управлението му. Но от един момент нататък и при тези дружества може раздробяването да стане прекомерно. Нима, ако дивидентът стане незначителен, то появата на „проблема на гратисцията“ няма да нарасне значително. Всеки ще разчита на другите да осъществява контрола и в крайна сметка никой няма да го осъществява. Ако собствеността се раздоби значително, малкият дивидент, носещ нищожна полза на титуляря си, няма да си заслужава усилията по стопанисването и надзора върху съсобствеността. Възвръщаемостта от съвкупните разходи по управлението на тази собственост ще е незначителна.

И при трите линии на увеличаване на съсобствеността (окрупняване по пътя на съсобствеността, споделяне на част от правомощията по дадено имущество с други агенти и споделяне на дялове с други агенти) теоретичният модел горе се опитва да докаже, че раздробяването на собствеността може да има благотворно влияние върху ефективността по линия на нама-

ляване на разходите. Но това продължава до един момент, след който полезността за агентите до такава степен е намалела, че намалените разходи по експлоатация и поддръжка не си заслужават. Проблемът, поставен от този модел, има потенциал да се доразвие в следващи изследвания по пътя на класическо икономическо моделиране, за да може да даде и детерминирано решение за намирането на оптималното раздробяване на собствеността.

4. Изводи и препоръки

Правната регламентация на юридическите **форми на корпоративна собственост, засегнати в параграф 1**, има значение върху ефективността на икономиката по пътя на осигуряването на по-добри механизми за защита правата на собственост като основна гаранция за увеличаване на инвестиционната активност. Също така и по пътя на намаляване на транзакционните разходи, което би подпомогнало оптималното разпределение на ресурсите в икономиката. Гражданското законодателство трябва да осигурява по-висока спецификация на правомощията за намаляване на транзакционните разходи, но това не трябва да бъде за сметка на увеличаването на несигурността и намаляване на гаранциите за неприкосновеността на собствеността.

Мениджърският опортюнизъм може да бъде преодолян или поне смекчен по пътя на създаване на права на „заинтересованите страни“. Последните позволяват представители на заинтересованите страни да бъдат включвани като независими членове в бордовете на директорите на дружествата. Моделът на „заинтересованите страни“ е предвиден за пазарно ориентирани дружества в правната регламентация на някои страни. В Германия и особено в Япония заинтересовани страни, като кредитори и служители, имат право да се намесват

в предприятията. Янсон (2005) констатира, че тези права създават отношения на взаимно доверие между компанията и заинтересованите страни и имат благоприятно въздействие върху управлението на по-големите акционерни дружества. Заинтересовани страни могат да бъдат представители на публичната администрация и общините, представители на миноритарните акционери, на работниците, на кредиторите, на асоциации на потребителите, на комитети за защита на околната среда и прочие в зависимост от случая. Те могат да отговарят пряко пред упълномощените ги за дадения им мандат за осъществяване на контрол. Подобна институционална мярка би ограничила спекулациите с акции на финансовите пазари, би подпомогнала повишаването на доверието в Борсата, която в някои страни като България е дискредитирана и би довела до привличане на нови инвестиции в компаниите, на фона на увеличаващите се спестявания в домакинствата.

За преодоляване на негативните последици от прекомерното раздробяване на собствеността в акционерните дружества, би била удачна и институционална политика, стимулираща по-широкото използване на алтернативни форми на корпоративна собственост. Прави впечатление, че Събирателното дружество – СД, Командитното дружество – КД и Командитно дружество с акции – КДА, поради неограничената отговорност на титулярите на собственически права в тях, на практика не присъстват в търговския оборот на България. Те реално са обезсмислени. Регламентацията им явно трябва да се подобри, за да могат да участват като пълноценна алтернатива при търговските регистрации и като мярка за намаляване на лошите кредити, респективно намаляване на лихвите по корпоративните кредити. Изследване (Бимани, 2014) потвърждава, че вероятността за неизпълнение на задълженията в случай на институционално предвидена пълна отго-

ворност на собствениците на фирми, (повисока отговорност от размера на запасения капитал на дружеството) е по-ниска.

Въпреки че ТАОС, **засегнато в Параграф 2**, не е задължително да бъде „трагична“, тя често е проблематична в един свят с положителни транзакционни разходи и непълна информация. Обществото плаща висока цена, когато създаде по невнимание ТАОС права върху даден имот. Затова правителствата трябва да внимават, когато се създават нови права на собственост, това да не е съпътствано с възникването на ТАОС. Преодоляването на **ТАОС** трябва да започне с по-акуратно разпределение на самата собственост и избягване на нейното раздробяване. Елинор Остриъм (1990), нобелов лауреат по икономика за 2009 г., разглежда хипотези, при които конфликтът между съсобствениците може да се разреши и посредством неформални норми. Дава се за пример сътрудничеството между множество обитатели в комуналка. Неформалните норми обаче в много случаи не помагат, защото санкциите за спазването им са по-трудни за реализиране. Затова трябва да се обърне внимание върху съдържанието на различните пакети от собственически права. За да постигне горното, правителството трябва да отмени или да конфискува съществуващите права. Ако това се извърши без изплащане на компенсация, то би могло да разубеди евентуални инвеститори да навлизат на съществуващия пазар.

Институционалната среда би могла да се справя с негативните последици от ТАОС по различни пътища, като например:

- Налагане на глоби за занемарено и неподдържано имущество, с което съсобствениците ще са по-мотивирани да намират разбирателство помежду си по отношение на експлоатацията на общото им имущество;
- Налагане на задължение на съсобственика, държащ най-големия пакет от соб-

ствеността, или този, който фактически ползва обекта на собствеността, да изплаща рента на останалите съсобственици. Според сегашната трактовка в българското право – чл. 30, ал. 3 от Закона за собствеността (2016), „всеки съсобственик участва в ползите и тежестите на общата вещ съразмерно с частта си“. С други думи, тези съсобственици които не ползват вещта, имат право по закон да искат обезщетение за ползването на имота, от което се оказват лишени. Обезщетението обаче ще им се дължи, само ако те писмено са поискали това от ползващият съсобственик и то от датата на поискването. Тази регламентация установява известна незаинтересованост и у ползващите дадено благо, и у тези, които не го ползват, от поддръжката му и най-голямото му икономическо приложение.

- Налагане на по-високи данъци върху раздробената собственост;
- При издаване на патентна защита, патентният орган да оценява стойността на патента и да го облага с годишен имуществен данък, ако той е оценен. Патентната администрация да има права при установяване на съсобственост над патент да оказва регулираща арбитражна роля при поставяне на цена и продажба на патента.

Различни институционални мерки могат да се препоръчат и за предотвратяване на **прекомерната раздробеност на собствеността, засегната в Параграф 3**. Една от тях е премахване на запазената част от наследството. Към настоящия момент например по българското законодателство наследодателят не може да се разпорежда със завещанието си напълно свободно. Той има разполагаема част, а наследниците му имат запазени части. Чл. 28 от Закона за наследството (2016) гласи: "Когато наследодателят остави низходящи, родители или съпруг, той не може със завещателни

разпореждания или чрез дарение да накърнява онова, което съставлява тяхна запазена част от наследството". Подобна регламентация, която съществува и в законодателството на други страни, в съвременността трудно може да намери своето морално, както и икономическо оправдание. Тя със сигурност повишава и раздробеността на собствеността в икономиката. Завещателят е ограничен във волята си на разпореждане, той не може свободно да реши да остави имуществото си на едно лице, например защото то се е грижило за него. Може да се използва, разбира се, институтът за прехвърляне на недвижим имот срещу издръжка и гледане, но той крие доста рискове и за двете страни.

От разгледаните проблеми на раздробяването на собствеността се убеждаваме, че институционалната среда предопределя ефективно функциониране на частната собственост. Дори и в рамките на един на пръв поглед обособен казус – раздробяване на собствеността, виждаме съвсем различни проявления и следствия в микро-икономическата среда, което предполага и конкретни адаптирани политики по преодоляване на всяко отклонение от принципите за икономическа ефективност.

Цитирани източници:

Олейник, А. Н., 2002. Институционална экономика, М.: Инфра-М;

(Oleinik, A. N., 2002. Institutsionalnaia ekonomika, M.: Infra-M)

Семеен кодекс: сборник нормативни актове по семейно и наследствено право, 2016. София: изд. „Сиби“.

(Semeen kodeks: sbornik normativni aktove po semeyno i nasledstveno pravo, 2016, Sofia, izd. „Sibi“)

Собственост – сборник нормативни актове (Закон за собствеността, Закон за общинската собственост, Закон за гържавната собственост, Правилник за вписванията)/, 2016, София: изд. „Сиела“.

(Sobstvenost – sbornik normativni aktove (Zakon za sobstvenostta, Zakon za obshtinskata sobstvenost, Zakon za darzhavnata sobstvenost, Pravilnik za vpisvaniata)/, 2016. Sofia: izd. „Siela“)

Bhimani, A., A. G. Mohamed, Samuel da Rocha, 2014. Owner liability and financial reporting information as predictors of firm default in bank loans, New York: Springer Science Business Media.

Heller, M. A., 1998. The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets, *Harv. L. Rev.* 111, no. 3, pp. 621-88..

Jansson, E., 2005. The Stakeholder Model: The Influence of the Ownership and Governance Structures, *Journal of Business Ethics* 56, pp. 1-13.

Ostrom, E., 1990. *Governing The Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, 1990, Cambridge University Press, pp.182-84.

Schulz, N., F. Parisi, and B. Depoorter, 2002. Fragmentation in Property: Towards a General Model, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 158, No. 4, pp. 594-613.

Williamson, O.E., 1963. Managerial discretion and business behavior, *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 1032-1057.