

**ВЪЗНАГРАЖДЕНИЕ НА ИЗПЪЛНИТЕЛНИ ДИРЕКТОРИ:  
ЕТАПИ НА РАЗВИТИЕ**  
**Мирослав Неделчев**

**REMUNERATION OF EXECUTIVE DIRECTORS: STAGES OF  
DEVELOPMENT**  
**Miroslav Nedelchev<sup>25</sup>**

Received: 18.08.2017, Accepted: 08.09.2017

---

***Abstract***

*The aim of the paper is to present the development stages of the executive directors' remuneration. The focus is on the components of remuneration and, to a lesser extent, on its value. The executive directors are the object of paper.*

*The results of the paper set ten stages for the period 1910-2100's. The dynamics of remuneration reflects the social expectations of a correlation between the results achieved and the compensation of the executive directors. A good structured remuneration policy reduces agency conflict by aligning the agent and principal interests by offering shares and stock options.*

***Keywords:*** corporate governance, principal-agent, remuneration

***JEL Codes:*** G34, H32

---

## **1. Въведение**

Световната икономическа криза отвори редица недостатъци на практиките по корпоративно управление. Интересите на акционери и ръководители съвпаднаха за постигане на краткосрочни резултати. Практиките по стимули за предприемане на прекомерен риск застрашиха обществените интереси и подложиха на изпитание социалния баланс.

Международните инициативи за възнаграждения целят съгласуване на стимулите с дълготрайна жизнеспособност и разумно управление на риска чрез подобряване на структурата на заплащането. Новата рамка за

---

<sup>25</sup> Economic Research Institute, Bulgarian Academy of Sciences, mknedelchev@abv.bg

възнагражденията е обвързана с дългосрочни резултати и намаляване на апетита за риск. Членовете на борда следва да изпълняват функцията си за контрол над ръководителите. Общото събрание на акционерите ще участва при приемане на политиките по възнаграждение, а контролът над възнагражденията е поверен на надзорни органи и на одитори.

Преоценката на досегашните практики за възнаграждения заема важно място в управлението на антикризисното развитие. Основната насока на промените, които се очертават в системите за възнаграждения като добри практики имат за цел по-доброто управление на риска. Новите политики и практики по възнаграждение водят до постигане на финансова стабилност и устойчив растеж на международно ниво.

Съвременните корпорации са един от основните двигатели на световната икономика. Техните действия в голяма степен се определят от възнагражденията на изпълнителните директори. Анализът на новата рамка за възнагражденията ще позволи да се разкрият негативните последици от конструирането на досегашните системи за възнаграждения, в основата на които е заложено стимулирането на експанзията и дефицити в управлението на всички видове риск.

В основата на статията е заложено критичното отношение към „снопа“ от несъвършени договорни отношения между принципал-агент. Акцентът към преразглеждане на съществуващите практики е насочен към установяване на „оптимален договор“ за минимизиране на агентските разходи, които съществуват между изпълнителните директори (агентите) и акционерите (принципалите). В статията е разгледано плащането на бонус като инструмент за акционерите да заинтересоват изпълнителните директори да увеличават тяхното състояние и да предприемат умерен риск.

В корпоративното управление изпълнителните директори са част от управителния съвет или от съвета на директорите. Тяхната основна функция е да управляват чужда собственост по силата на договор с цел увеличаване благосъстоянието на акционерите. Възнаграждението им се основава на пазарен принцип и е по силата на договор „делкредере“.

Възнаграждението на изпълнителните директори се определя като процент от стойността на компанията, който принцип ги стимулира към предприемане на прекомерен риск. За защита интересите на акционерите е предвиден баланс с назначаване на неизпълнителни директори, чието възнаграждение е фиксирано.

## **2. Практики по корпоративно управление и структура на възнаграждението**

Специализираната литература за възнагражденията на изпълнителните директори е насочена предимно към американската практика. Този факт се базира на учредяването в САЩ на Комисия по ценни книжа през 1934 г. и включване във възнаграждението на опции за акции.

В Европа въпросът за възнаграждението на изпълнителните директори започва в края на ХХ век. Във Великобритания процесът на приватизация през 1990-те години води до компенсирани на изпълнителните директори с опции за акции на подценени цени и публикуване през 1995 г. на Доклада на Грийнбъри за добри практики по възнаграждение, включващи комитети по компенсирани и доброволно разкриване на информация. В Германия вниманието е насочено от враждебното поглъщане на местната компания Манесман от британската Водафон през 2000 г. и разкриване на споразумения между изпълнителните директори за свръхголяма сума за бонуси и обезщетения. В Швеция през 2002 г. бе оповестен прекомерно високия пенсионен план на главния изпълнителен директор на технологичния лидер АББ и последвалото възстановяване на по-голямата част от средствата. От средата на 2003 г. в ЕС е приета нова методика за определяне на възнагражденията, основани на „Модернизиране на дружественото право и укрепване на корпоративното управление: План за придвижване напред“.

Въпросът с възнаграждението е основна теза в динамиката на икономиката и на обществото. С отделянето на управлението от собствеността през епохата на Първата промишлена революция възниква основателното разглеждане на заплащането като структура и като величина. Семейният бизнес се разширява и включва нови лица – изпълнителни директори. Те заемали позицията благодарение на дългогодишен стаж и за своя труд получавали заплата, договорена на пазарен принцип. Съгласно тогавашните виждания заплата се определяла съгласно установените традиции във всеки икономически отрасъл освен ако компанията не притежавала монополни права – банки, мореплавателни компании, дружества за построяване на морски фарове и канали. В повечето случаи заплата имала линеен характер по отношение на резултатите и не се предвиждали други форми на материално стимулиране.

В епохата на класическата икономика Д. Рикардо не разглежда възнаграждението на изпълнителните директори, а само това на работниците. Той поставя дилемата за увеличаване на заплата на работниците и

реципрочно намаляване на печалбата. Работната заплата се измервала не с номиналната ѝ стойност, а с нейната реална стойност - количеството труд и капитал, използван за нейното производство. Заплатата се разглеждала като вид договор и не трябва да се контролира чрез намеса на законодателството, а трябва да бъде оставена на пазара.

Друг представител на класическата икономика, А. Смит, разглежда работната заплата на ръководителя като стойност на неговия труд по контрол и управление, умения и доверие. Заплатата не се разглеждала като директна зависимост от величината на управлявания капитал. Предоставянето на монополни права, каквато е била тенденцията през VIII век за притежаване на изключителни привилегии, води до увеличаване на заплатата над естествената норма. Заплата се определя в договор между ръководител, който прилага труда си, и притежателя на капитал, т.е. акционера. Повишаването на заплатата влияе в по-малка степен за повишаване цената на изделията отколкото високата печалба.

На по-късен етап Д. Мил описва от гледна точка на утилитаризма печалбата на капиталиста като „възнаграждение за труда”. Поемането на риск от бизнесмена се компенсира с премия, която А. Маршал определя като „работна заплата за управление”.

Повечето изследвания обясняват тренда в нивото и структурата на плащане чрез данъчната политика и ръста на пазарната стойност на компаниите. Голям брой от авторите посочват, че за изравняване интересите на изпълнителните директори с тези на акционерите и за поемане на умерен риск в структурата на възнаграждението голям дял следва да включва опции за акции и дългосрочни стимулиращи плащания, както и да се има предвид данъчната политика върху приходите от 1960-те години.

В нашия анализ приемаме утвърдената практика възнаграждението на изпълнителните директори да се разглежда на етапи от десетилетия (Frydman and Saks, 2005):

**1910-те г.** Величината и формирането на възнаграждението на изпълнителните директори не било публично достояние и поради ограничената информация липсват изследвания. Темата за възнаграждението на изпълнителните директори влиза в дневния ред на изследователите с промяната в собствеността на ключови сектори от икономиката. Като начало на изследванията е приет периода на Първата световна война, през който започва разкриване на информация за изплатените възнаграждения на изпълнителните директори на железопътни компании след като тези компании започват да се управляват от правителството на САЩ.

В духа на тейлъризма съставът на възнаграждението се разширява с бонусната система. Тя се разглеждаше като единствената подходяща компонента на възнаграждението и се прилагала за всеки работник в организацията, с изключение на изпълнителните директори, чиято работа обхващала цялата компания и която следователно трябвало да бъде изплатена въз основа на общите резултати (Savarese, 2010). Общественият интерес се насочва към възнагражденията на изпълнителните директори на стоманодобивни, жп компании и банки поради факта, че те са едновременно значими фигури в обществото, както и арбитри в бизнеса.

**1920-те г.** Добавя се нов фактор при определяне на възнаграждението - данъкът върху доходите, въведен в САЩ. Ключов момент е казус от 1928 г. за предлагане на опция за закупуване на акции на главен изпълнителен директор на верига от киносалони.

В същото време в България вниманието било насочено към възнаграждението във финансовия сектор (Савов, 1915): „Вярно е, че акционерните застрахователни дружества дават на своите ръководители-главни директори, обикновени директори и пр. – заплати, каквито почти никъде другаде не се срещат. Освен това те винаги получават и определен процент от печалбите им. По тоя начин ръководителите на тия дружества, които често пъти са едни от първите им акционери, получават баснословни възнаграждения.”

**1930-те г.** За справяне с ефектите от Голямата депресия е проведено голямо проучване - изследвани са водещите 200 компании от САЩ, получили финансова подкрепа от държавата (т.н. „локомотиви“ на икономиката). Авторите на изследването, А. Бърли и Г. Мийнс (1932 г.), въвеждат корпоративното управление като основен инструмент за бъдещето на икономиката. Предвид отделянето на контрола от собствеността в корпорациите, възнагражденията се определят от изпълнителните директори като следствие от прехвърляне върху тях на пълната власт и включват не само доходи, но и на престиж (т.н. „лоцмани“ в икономиката). Изводите от изследването отговарят на тенденцията към увеличаване на размера на корпорациите и вълната от сливания и придобивания за компенсиране с власт и престиж в допълнение към материалното възнаграждение.

За намаляване на агентския конфликт се приема като правило част от възнаграждението на изпълнителните директори да се извършва с опции за закупуване на акции. Започва да се наблюдава опортюнистично поведение от мениджърите, възползвали се от опциите, насочено към спекулативни сделки. Приетият през 1934 г. Закон за търговия с ценни книжа задължава

изпълнителните директори да притежават акции, придобити чрез опции в продължение на най-малко шест месеца преди да ги продадат. Също така този закон изисква разкриване на информацията относно възнаграждението на изпълнителните директори с цел възпирането им от въвличане в погрешно поведение и злоупотреби с корпоративни активи. В духа на „Новия курс“ на президента Рузвелт започва да се разкрива информация за изпълнителни директори на жп компании, чиито възнаграждения надхвърлят 10,000 щ.д. годишно.

Разкриването на информация се разширява като обхваща възнаграждението на изпълнителни директори от всички сектори. Тъй като икономиката изпада в депресия обществото започва да се интересува от бонусите на изпълнителните директори на големите публични корпорации. Компетентните институции на САЩ, Reconstruction Finance Corporation и Federal Trade Commission, започват да изискват информация за възнагражденията на изпълнителните директори съгласно тяхната юрисдикция. Тези усилия за мониторинг на компенсационните практики са централизирани в новосъздадената Комисия по ценните книжа и борсите (1934 г.). По този начин е създадена първата база за изследване на възнагражденията на изпълнителните директори - от 1936 г., когато са подадени към Комисията по ценните книжа и борсите първите заверени отчети.

**1940-те г.** Намалява реалното възнаграждение на изпълнителните директори. Периодът е отбелязан като „Голямата компресия“ (Goldin and Margo, 1992). По подобие на Голямата депресия при Голямата компресия заплатите се свиват и се задълбочава разликата между минимални и средни заплати. Възнагражденията, както и дейността на компаниите, са приоритет на държавата. По време на Голямата компресия започва въвеждането на подоходното облагане в различни измерения за отделните държави, както и здравноосигурителни и пенсионни обезщетения. Възнагражденията не само за изпълнителните директори започват да се обвързват с производителността като отговор на ефектите от Втората световна война.

**1950-те г.** Възнаграждението се разширява и към традиционното пряко компенсиране се добавят дългосрочни бонуси. Новият момент е провокиран от Закона за приходите (1950 г.) и стремежът към възстановяване на икономиката. Тенденцията се запазва до промени в данъчните закони през 1964 г., довели до намаляване на данъците и на дела на опциите за акции в общото възнаграждение. Именно данъчният режим определя впечатляващите резултати на компаниите и известна стабилност във възнаграждението.

**1970-те г.** Тенденцията се променя - намалява се съотношението на възнаграждението към пазарна цена на акция. Възнаграждението на изпълнителните директори е обект на дебати заради свръхплащане и липса на връзка между възнаграждение и резултати (Frydman and Jenter, 2010). В качеството на ориентир за постиженията на изпълнителните директори се приема пазарната цена на акциите вместо счетоводните резултати на компанията.

Освен по-малко атрактивните данъчни политики възнаграждението през периода се разглежда като начало на акционерния активизъм. Вместо опции върху акции започват да се предлагат нови планове, предназначени да осигурят по-предвидими изплащания, в това число: тантиеми при поскъпване на балансовата стойност и гарантирани бонуси, изплащани независимо от производителността. В допълнение, започват придобивки като нисколихвени заеми, яхти и лимузини, клубни членства, ловни хижи и почивки на екзотични места.

**1980-те г.** Периодът се характеризира с опит за решаване на агентския конфликт. Създа се е тенденция изпълнителните директори сами да гласуват на себе си, на приятели или роднини високи заплати, персонални разходи, премии и пенсии за сметка на акционерите (Samuelson and Nordhaus, 1985). Водеща компонента за възнаграждение бил кешовият бонус. Възнаграждението на изпълнителните директори започва да се разглежда чрез подхода за „оптималния договор“. Договорните отношения между принципал и агент за увеличаване на благосъстоянието на акционера се основават на обозримост на усилията, положени от агента. Основен инструмент за изравняване на интересите на изпълнителните директори и акционерите е компенсиране съобразно постигнатите резултати. Наблюдението над действията и резултатите на изпълнителните директори започва да се извършва единствено от големите акционери (Shleifer and Vishny, 1986). Започва нова насока на научните изследвания, свързана с връзката между предприятия риск и стимулиращото плащане. Процесът на сливания и придобивания въвежда нова компонента за възнаграждение, включваща споразумения с изпълнителните директори от типа „златен парашут“.

**1990-те г.** След приключване на дерегулацията на предишния етап възнаграждението на изпълнителните директори се определя от извършените инвестиции (Smith and Watts, 1992). През този етап се увеличава интереса на обществото към разкриване на информация за възнаграждението и неговото регулиране, което намалява зависимостта на възнаграждението от

резултатите. Поради това по-голямата част от възнаграждението започва да се извършва с акции.

През етапа вниманието на анализаторите е насочено към сравняване на възнагражденията на регулирани и нерегулирани компании. Регулираните фирми имат по-ниско ниво на плащане на главните изпълнителни директори и паралелно с това предлагат компенсационни пакети, които са по-малко обвързани с резултатите им. Обект на изследванията са банкови и небанкови компании като за банките изводите от анализите не намират доказателство за възнаграждения в зависимост от резултатите и по-малко предлагане на опции за акции на изпълнителните директори (Houston and James, 1992).

Друг характерен момент за този етап е стартиране на изследвания за практиките по възнаграждения в Европа. Резултатите очертават ситуация, при която структурата на възнаграждението се определя от нивото в йерархията и от размера на компанията (Conyon et al., 1997). За разлика от САЩ изследванията за Германия са на база на счетоводни данни вместо от фондовата борса. Именно счетоводните данни са посочени като обяснение за плащане на краткосрочни бонуси вместо на дългосрочни компенсации.

**2000-те г.** Възнаграждението на изпълнителните директори започва да се определя от дългосрочните резултати (Bebchuk and Fried, 2005). За намаляване на агентския конфликт водещо място заемат бонусите, чиято величина се определя от нововъведените комитети по възнагражденията. Намалява се величината на заплатата за краткосрочни резултати, основана на счетоводните данни, поради възможността за манипулиране на резултатите. Характерен момент за периода е насочване на вниманието към външни фактори при определяне на възнаграждението - рейтингови и кредитни агенции (Gerakos, 2007).

Политиката на надзорните органи се променя към намаляване на рейтинга на компании, при които има риск поради висока степен на зависимост между резултати и заплащане (John et al., 2003). Стартират се процедури по преразглеждане на съществуващите ангажименти за възнаграждение и отстраняване на проблеми със стимулите. Новите договори предоставят капиталови и некапиталови компенсационни стимули за увеличаване на благосъстоянието на акционерите в зависимост от приноса на изпълнителните директори за резултатите на компанията. Структурата на възнаграждението се променя към увеличаване на дела на акциите за сметка на заплатата.



**2010-те г.** На изпълнителните директори към заплатата се дава допълнително възнаграждение под формата на акции и опции за да се грижат за увеличаване на борсовата стойност на компанията (Brischoux, 2010). За изравняване на интересите на принципал и агент се увеличава дела на пенсионни и отсрочени плащания в структурата на възнаграждения (Anantharaman et al., 2011).

Ефектите от световната криза очертават като проблем липсата на контрол от изпълнителните директори върху възнаграждението на мениджърите. За подобни ситуации е характерно съвместяване от едно лице на двете функции на председател на борда и на главен изпълнителен директор. Намаляването на ангажиментите на изпълнителните директори към компанията за сметка на мениджърите дава отражение върху тяхното възнаграждение.

Акционерната собственост отбелязва висока дисперсия и като следствие наличие на различни класове от акционери и слабо изявен акционерен активизъм, които са довели до гратисчийство при упражняване на контрол върху резултатите и възнаграждението на изпълнителните директори. Инструментите на корпоративното управление при търговските банки, като депозитно застраховане, създават морален хазарт и поемане на част от разходите по фалит от заинтересованите страни, вкл. от данъкоплатците.

Предприетите мерки за справяне с ефектите от кризата са приети на международно ниво. Те включват двустепенна система при определяне на възнагражденията на изпълнителните директори, основана на правилото за разкриване на информация за възнагражденията „say-on-pay“: определяне на пакет от стимули от комитет по възнагражденията, състоящ се от неизпълнителни директори, и гласуване на пакета от общото събрание на акционерите. В практиката се налага нов елемент към структурата на възнаграждението – акции, които могат да се продадат след минимален период („restricted stock“). Част от възнаграждението (приблизително 60%) се изплаща в момента на неговото гласуване, а останалата част се разсрочва за средносрочен период (обикновено за три години). Подобна структура на възнаграждението заинтересова изпълнителните директори с дългосрочния успех на компанията.

Новият модел на възнагражденията предвижда клауза за връщане на парите ако решението на изпълнителните директори не е правилно (claw-back clause). Променливата част от възнаграждението се отсрочва с цел да се намали предприемането на прекомерен краткосрочен риск. На външни лица е

възложена функцията по надзор и оценка на структурата на възнаграждението – одитори, надзорни органи, рейтингови агенции. От 2008 г. спасителният план в Германия въвежда нов модел на възнагражденията за банки, които са спасени с държавни средства, да наложат горна граница на годишни заплати за изпълнителни директори до 500,000 евро и лишаване от правото на бонуси. Подобна мярка бе приложена в САЩ - считано от 2009 г. е поставена горна граница от 500,000 щ.д. на възнаграждението на изпълнителни директори на компании, които са получили федерална помощ. Националните законодателства предвиждат кръга от лица и величината на възнаграждения, които трябва да бъдат оповестени. За всеки сектор са формирани групи от сродни компании, чиито възнаграждения периодично се сравняват и изглаждат диспропорции между възнаграждение и резултати на компанията.

От 2014 г. в Европейския съюз размерът на бонусите в банковия сектор е лимитиран до този на годишната заплата или до максимум два пъти от размера ѝ след гласуване от акционерите. Правилата за прозрачност предвиждат разкриване на информация за всяка държава, в която банката извършва дейност, за реализирани печалби, платени данъци и изплатени възнаграждения.

От 2017 г. в ЕС действат Насоки за разумни политики за определяне на възнагражденията. Възнаграждението е дефинирано като всички форми на постоянни и променливи възнаграждения и включва плащания и обезщетения, парични или непарични, предоставени пряко на персонала или от името на институции в замяна на професионални услуги, предоставени от персонала. Политиката за възнагражденията се отнася както към изпълнителните директори, така и към други лица, които извършват действия от името на институцията (напр. обвързани агенти).

Практиката в България по възнагражденията следва политиката на Европейската комисия. Регулирана е политиката по възнаграждение само във финансовите посредници. От 2014 г. БНБ е приела Наредба № 4 за изискванията към възнагражденията в банките за въвеждане на разпоредбите на Директива 2013/36/ЕС относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници. Наредбата определя принципите и изискванията към политиките и практиките за възнагражденията в банките. Наредбата обхваща всички форми на възнаграждения, като заплати и други финансови и материални стимули, включително облаги, свързани с пенсиониране. За разлика от останалите държави-членки от ЕС, за

българските банки правилата за възнагражденията обхващат не само изпълнителните директори, но и служители, чиято дейност е свързана с поемане на рискове и служители, изпълняващи контролни функции.

От 2016 г. БНБ въвежда Указания за изискванията към възнагражденията в банките. Те имат тълкувателен и разяснителен характер с цел подпомагане практическото приложение на рисково-базирания подход по отношение на възнагражденията в банковия сектор. Предвид структурата на банковата система към възнагражденията се включват и плащания, направени за сметка на банката-майка или други свързани дружества на банката. Надзорният съвет или съветът на директорите (без изпълнителните му членове) отговаря за одобрението и поддържането на политиката за възнаграждения на банката и следи за нейното прилагане. Надзорният съвет или съветът на директорите (без изпълнителните му членове) следва да определи и контролира възнаграждението на членовете на управителния съвет и на изпълнителните членове на съвета на директорите. Одобрението на политиката за възнаграждения на банката и решенията, свързани с възнагражденията на членовете на надзорния съвет или на членовете на съвета на директорите без изпълнителни функции в банката, се разглеждат от общото събрание на акционерите.

Независимо от момента и от източника на политиките, съвременните тенденции за възнаграждение на банкови мениджъри имат следните сходни цели (Неделчев, 2013):

- да подкрепят устойчивия растеж;
- да избягват поемането на прекомерен риск;
- да заздравяват финансовата система;
- да предотвратяват бъдещи кризи;
- да стимулират дългосрочната устойчивост на банката.

За небанковите финансови посредници и за публичните дружества през 2013 г. Комисията за финансов надзор приема Наредба № 48 за изискванията към възнагражденията. Политиката за възнагражденията трябва да насърчава благоразумното и ефективното управление на риска и да не стимулира поемането на рискове, надвишаващи приемливото ниво. С цел постигането на стабилни финансови резултати изплащането на не по-малко от 40 % от променливото възнаграждение се разсрочва за период от време, определен в политиката за възнагражденията, но не по-кратък от 3 години.

### **3. Изводи и препоръки**

Практиките по възнаграждение се определят от държавната политика и преди всичко от фискалната политика. Данъчните изисквания и социалните очаквания за корелация между постигнати резултати и компенсиране на изпълнителните директори формират десет етапа за периода 1910-2010 г. „Оптималният договор“ в корпоративното управление за съвпадане интересите на принципал и агент се постига при предлагане на акции и на опции за акции. Променливата компонента от структурата на възнаграждението е предпоставка за прекомерен риск.

За всеки етап от икономическото развитие институционалната рамка определя променливата част на възнагражденията. Основните инструменти за формиране на съвременната структура на възнаграждението са свързани с добрите практики по корпоративно управление: комитети по възнаграждение и акционерен активизъм. Преобладаването на американска литература и примери може да се обоснове с изследванията на компании с публичен статут и дисперсирана собственост.

Заплатата е следствие на държавната политика и постоянно се разширява състава ѝ. Структурата на възнаграждението на съвременния етап е отговор на тенденцията за прозрачност и стимули за дългосрочен растеж. Възнаграждението следва да се разглежда по-скоро като инструмент за намаляване на агентския конфликт отколкото като компенсация за труда.

Основните изменения в политиките за възнаграждение са във финансовите посредници. В условията на посткризисното развитие целта на възнагражденията е дългосрочна финансова стабилност и възстановяване на икономическия растеж. Резултатите от изследването показват наличие на зависимост между увеличаване на възнаграждението и поемането на прекомерен риск. Ефектите от нововъведените международни изисквания при определяне на възнаграждението са насочени към прозрачност на възнаграждението в зависимост от дългосрочните резултати на компанията. Стимулът на новата структура на възнаграждението е свързан с материалната заинтересованост на изпълнителните директори за успехите на компанията в тригодишен период.

### **ЛИТЕРАТУРА**

Неделчев, М. (2013). Политики за възнаграждение на банкови мениджъри: международни и европейски тенденции. В: Сборник доклади от юбилейна

- международна научна конференция 10-11.05.2013 г., гр. Велико Търново. ВТУ, В. Търново, стр. 65-70.
- Савов, Н. (1915). Застраховката за живот и застрахователното дело в България. *Списание на Българското икономическо дружество*, кн. 5-6, с. 339.
- Anantharaman, D., V. Fang Guojin Gong. (2014). Inside Debt and the Design of Corporate Debt Contracts. *Management Science*, 60, 5, 1260-1280.
- Bebchuk, L., J. Fried. (2005). Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 4, 8–23.
- Brischoux, M. (2010). De l'autocratie manageriale: Comment expliquer la remuneration des dirigeants. *Debat. P.*, N 161, 65-73.
- Conyon, M., J. Schwalbach. (1997). European differences in executive pay and corporate governance. Humboldt-Universität zu Berlin, Nr. 97-7.
- Frydman, C., D. Jenter. (2010). CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2, 75–102.
- Frydman, C., R. Saks. (2005). Historical Trends in Executive Compensation, 1936-2003. Harvard University, Working Paper.
- Gerakos, J. (2007). CEO pensions: disclosure, executive power, and optimal contracting. Working Paper, Wharton School.
- Goldin, C., R. Margo. (1992). The Great Compression: The Wage Structure in the United States at Mid-Century. *Quarterly Journal of Economics*, 107 (February), 1-34.
- Houston, J., C. James. (1992). Managerial ownership, turnover and risk-taking in banking. Working paper, University of Florida.
- John, K., H. Mehran, Y. Qian. (2003). Regulation, Subordinated Debt and Incentive Features of CEO Compensation in the Banking Industry. Federal Reserve Bank of Chicago.
- Samuelson, P., W. Nordhaus. (1985). *Economics*. 12th edition, McGraw-Hill, NY.
- Savarese, K. (2010). “Perverting Civilization” or Pursuing Dreams? Economic Arguments about Executive Compensation Practices in the United States, 1890 to 1940. Harvard.
- Shleifer, A., R. Vishny. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 3, 461-488.
- Smith, C., R. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 3, 263-292.