



Munich Personal RePEc Archive

Corporate Governance Conflicts and Employment and Wage Policies of Companies

Muravyev, Alexander and Berezinets, Irina and Ilina, Yulia

Graduate School of Management, St. Petersburg State University,
Russia

May 2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/40215/>
MPRA Paper No. 40215, posted 22 Jul 2012 16:12 UTC

Корпоративные конфликты и политика фирм в области занятости и заработной платы*

Муравьев А.А., Березинец И.В., Ильина Ю.Б.

Аннотация

В настоящей статье исследуется связь между корпоративными конфликтами и поведением фирм на рынке труда. Информационную базу исследования составил массив данных по торгуемым российским компаниям, акционерный капитал которых сформирован с помощью двух типов акций – обыкновенных (голосующих) и привилегированных (неголосующих), что позволяет использовать показатель «цены права голоса» для измерения остроты корпоративного конфликта и частных выгод контроля. Основным результатом работы – обнаружение связи между остротой корпоративного конфликта по линии акционеры – менеджеры и политикой фирм в области заработной платы. В частности, менеджеры, пытающиеся извлекать частные выгоды контроля и экспроприировать акционеров, вынуждены прибегать к более щедрой политике в отношении работников предприятия. Важно отметить, что эта связь отчетливо прослеживается только в компаниях с относительно размытой структурой контроля, то есть там, где менеджмент располагает большей свободой действий, и не связан жесткими обязательствами перед крупными акционерами. Напротив, в компаниях, имеющих мажоритарного акционера, четкая связь между извлечением частных выгод контроля и политикой в сфере вознаграждения работников не прослеживается.

* Финансовая поддержка данного проекта была осуществлена Московским общественным научным фондом (МОНФ) за счет средств, предоставленных Агентством по Международному Развитию Соединенных Штатов Америки (USAID), грант 11/1-09. Точка зрения, отраженная в данной статье и самими авторами, может не совпадать с точкой зрения Агентства США по Международному Развитию или Московского общественного научного фонда. Авторы выражают благодарность В.Е. Гимпельсону, Т.Г. Долгопятовой, И.В. Осколкову, К. Шпренгеру, а также участникам 11-й Международной конференции «Public sector transition: management in turbulent times» (Санкт-Петербург, 5–6 марта 2010 г.), XI Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества (Москва, 6-8 апреля 2010 г.) и 7-й Международной научно-практической конференции по проблемам экономического развития «Устойчивое развитие российских регионов: инновации, институты и технологические заимствования» (Екатеринбург, 23–24 апреля 2010 г.) за ценные замечания и комментарии.

Corporate Governance Conflicts and Employment and Wage Policies of Companies

Abstract

This article studies the link between corporate governance conflicts on the one hand, and employment and wage policies of companies on the other. We use data on publicly traded Russian companies with dual class stock (common and preferred shares), which allows us to use the concept of voting premium for measurement of corporate conflicts and private benefits of control. Our analysis suggests a link between the severity of corporate governance problems between shareholders and managers and the company's wage policies. In particular, managers who try to consume private benefits and expropriate shareholders, have to resort to more generous policies regarding workers' wages. Importantly, this link is apparent only in companies with relatively dispersed ownership, in which managers have considerable discretion and are not constrained by obligations before large shareholders. In contrast, the link between extraction of private benefits of control and wage policies is not visible in companies with a majority shareholder.

Информация об авторах

Муравьев Александр Александрович (Alexander Muravyev)

К.э.н. (Ph.D. in Economics, European University Institute), доцент Высшей школы менеджмента СПбГУ, а также старший научный сотрудник и заместитель директора исследовательской программы «Рынки труда в переходных и развивающихся экономиках» Института трудовых исследований (IZA) (г. Бонн, Германия).
Email: muravyev@gsom.pu.ru.

Березинец Ирина Владимировна (Irina Berezinets)

К. ф.-м.н., доцент Высшей школы менеджмента СПбГУ.
E-mail: berezinets@gsom.pu.ru.

Ильина Юлия Борисовна (Yulia Pina)

К.э.н., доцент Высшей школы менеджмента СПбГУ.
E-mail: jilina@gsom.pu.ru.

ВВЕДЕНИЕ

Большинство экономистов согласятся с утверждением о том, что отношения менеджеров и акционеров, менеджеров и работников, а также работников и акционеров тесно переплетены. Несмотря на это, экономическая наука до самого последнего времени уделяла сравнительно мало внимания изучению взаимосвязей в отношениях менеджеров и работников, а также работников и акционеров – теме, находящейся на стыке финансовой экономики и экономики труда. Как отмечают Пагано и Вольпин (Pagano and Volpin 2008), одни из ведущих исследователей в этой пограничной области, сложившееся разделение экономической науки на отдельные поддисциплины, хотя и способствует прогрессу в рамках этих поддисциплин, чревато игнорированием важных аспектов социальной и экономической жизни, оказавшихся на их стыке. Взаимосвязь корпоративного управления и трудовых отношений в фирмах является одним из такого рода примеров.

Общеизвестно, что в корпорациях с *распыленной структурой* собственности наемные менеджеры могут использовать в корыстных целях свое руководящее положение, например, путем манипулирования системой вознаграждения, трансфертного ценообразования, или же потребления предметов роскоши. В связи с этим возникает закономерный вопрос: будет ли такая политика менеджмента (очевидным образом, нарушающая интересы акционеров, особенно мелких) отражаться на политике фирмы в области занятости и заработной платы? Будет ли менеджмент фирмы с целью защиты своих частных выгод пытаться использовать работников в своем противостоянии с акционерами? Или же, наоборот, он будет стремиться к извлечению дополнительных выгод за счет работников? В компаниях с *концентрированной структурой* собственности возникает несколько иной вопрос, а именно, какой политики в отношении миноритарных акционеров и работников будут придерживаться крупные акционеры, фактически контролирующие фирмы.

Несмотря на появление в последнее время ряда посвященных этим вопросам исследований, прежде всего в англоязычных журналах, имеющиеся данные о том, каким образом конфликты корпоративного управления связаны с трудовыми отношениями внутри фирмы, в целом остаются крайне несистематическими и фрагментарными.

Следует отметить, что в девяностые годы двадцатого столетия в России появился целый пласт экономической литературы, в которой затрагивались некоторые аспекты взаимоотношений менеджеров и акционеров, менеджеров и работников, а

также работников и акционеров в контексте проводившейся в то время приватизации и последовавшего за ней перераспределения собственности во вновь созданных акционерных обществах. Как правило, эти работы были посвящены вопросам участия работников в акционерном капитале и в управлении компаниями. Многочисленные источники изобиловали примерами того, как менеджмент предприятий боролся со сторонними инвесторами, используя для этих целей работников-акционеров. В первые годы после завершения процесса приватизации типичными были альянсы менеджмента и работников предприятий, в основе которых лежали, с одной стороны, предоставляемые менеджментом гарантии сохранения занятости, с другой – отказ работников от продажи приобретенных ими в ходе приватизации акций сторонним инвесторам. В то же время, преследуя собственные интересы или интересы крупных акционеров, менеджеры многих предприятий прибегали к длительным задержкам заработной платы или же шли на значительное снижение ее реального уровня, де-факто экспроприруя занятых на предприятиях работников. В дальнейшем, по мере снижения доли в капитале российских предприятий, принадлежащей работникам, интерес к проблемам сложных взаимоотношений менеджеров и акционеров, менеджеров и работников, а также работников и акционеров постепенно угасал. В последнее десятилетие он в значительной мере сместился к вопросам защиты (миноритарных) акционеров российских компаний от оппортунизма менеджмента и мажоритарных собственников, то есть, к классической проблеме корпоративного управления. Политика фирм в области занятости и заработной платы стала предметом анализа в обширной литературе по проблемам функционирования рынка труда, как правило, вне связи с вопросами корпоративного управления.

В настоящем исследовании мы предпринимаем одну из первых попыток анализа взаимоотношений главных действующих лиц корпорации – акционеров, менеджеров и работников – в изменившихся условиях, когда работники уже не являются основными собственниками компаний. Основной вопрос исследования может быть сформулирован так: связана ли острота корпоративных конфликтов между акционерами и менеджерами (включая конфликты между миноритарными акционерами и менеджерами, представляющими крупных собственников) с политикой фирм в области занятости и вознаграждения работников? Будет ли менеджмент стремиться к извлечению дополнительных личных выгод за счет работников, например, задерживая выплату зарплаты или отказываясь от ее индексации в условиях инфляции. Или же

наоборот, менеджеры будут создавать коалиции с работниками для противостояния акционерам?

Проведенный нами эмпирический анализ указывает на наличие связи между остротой корпоративного конфликта по линии акционеры – менеджеры (или же по линии миноритарные акционеры – крупные собственники) и политикой фирм в области заработной платы. В частности, менеджеры, пытающиеся извлекать частные выгоды контроля и экспроприировать акционеров, вынуждены прибегать к более щедрой политике в отношении работников предприятия. Важно отметить, что эта связь отчетливо прослеживается только в компаниях с относительно размытой структурой контроля, то есть там, где менеджмент располагает большей свободой действий, и не связан жесткими обязательствами перед крупными акционерами. Напротив, в фирмах, имеющих мажоритарного акционера, четкая связь между извлечением частных выгод контроля и политикой в сфере вознаграждения работников не прослеживается.

По нашему мнению, результаты данного исследования могут быть интересны широкой научной общественности, акционерам и другим стейкхолдерам компаний, а также лицам, ответственным за принятие решений в органах государственного управления. В частности, результаты исследования могут найти применение при формировании политики государства в сфере регулирования рынка труда и совершенствования корпоративного управления.¹ Наше исследование, хотя напрямую и не поднимает вопрос о правовой защите акционеров и работников, косвенным образом подтверждает полученные на материале других стран выводы о том, что изменения корпоративного законодательства могут существенным образом влиять на уровень занятости и оплаты труда работников компаний, а изменения трудового законодательства – на взаимоотношения менеджеров и акционеров, то есть затрагивать национальные системы корпоративного управления (см., напр., Bertrand and Mullainathan 1999, Atanassov and Kim 2009).

¹ Трудовое и корпоративное законодательства играют важную роль в экономиках индустриальных стран. Законодательная защита инвесторов является важнейшим элементом национальных систем корпоративного управления (Shleifer and Vishny 1997) и в последние 15 лет стала объектом пристального внимания в экономической литературе, в которой даже возникло новое направление исследований на стыке права и финансов (см., напр., La Porta et al. 1998, 2000). Равным образом, в исследовании рынка труда активно развивается направление, в центре внимания которого – институты и политика государства в области регулирования трудовых отношений, включая законодательство о защите занятости, которое, согласно целому ряду работ, существенным образом влияет на уровень занятости, безработицы и оплаты труда (см., напр., Nickell 1997, Lehmann and Muravyev 2012).

СВЯЗЬ МЕЖДУ ДИСКРЕЦИОННЫМ ПОВЕДЕНИЕМ МЕНЕДЖЕРОВ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА И РЫНКЕ ТРУДА

В последние годы многие исследователи в области корпоративного управления, включая тех из них, кто придерживается агентской теории (финансовой модели) и, таким образом, фокусируется на проблеме защиты прав инвесторов, все чаще затрагивают вопросы экспроприации стейкхолдеров, не являющихся собственниками компании, в первую очередь работников, со стороны менеджеров и крупных акционеров.

Часть исследователей выдвигают предположение о том, что крупные акционеры наиболее склонны к экспроприации работников, оказанию влияния на менеджеров, и в целом находятся в удобной позиции для осуществления подобной экспроприации (Charreaux and Desbrieres 2001). Другие авторы приходят к выводу о том, что контролирующие акционеры (или их коалиции) скорее заинтересованы в долгосрочном развитии компании. Реализация стратегии долгосрочного устойчивого роста невозможна без соблюдения интересов работников, основных поставщиков человеческого капитала. Таким образом, интересам крупного акционера соответствует обеспечение определенных гарантий работникам, в частности, гарантии от экспроприации их ренты (Aguilera and Jackson 2003).

Большой интерес представляет теоретическая работа Эккии, Гельтера и Пазотти (Ecchia et al. 2009), в которой на основе моделирования в различных контекстах взаимодействия менеджеров, работников и акционеров рассмотрены возможные связи между экспроприацией (миноритарных) акционеров и работников компаний со стороны менеджеров и/или контролирующих собственников. В этом исследовании предпринята попытка установить и объяснить факторы, которые могут приводить к снижению стимулов контролирующих акционеров и менеджеров в отношении экспроприации других стейкхолдеров, прежде всего работников. Авторы работы предполагают, что такая экспроприация сопряжена с издержками. Иными словами, в зависимости от специфики корпоративного и трудового законодательства, в экспроприацию должны быть инвестированы определенные ресурсы.

В указанной работе выдвигается тезис о том, что при наличии издержек экспроприации работники могут получить выгоды от законодательства, направленного на защиту акционеров. Действительно, стимулы для контролирующей стороны в отношении “давления” на работников зависят от того, в какой мере она должна

делиться этими выгодами с миноритарными акционерами. То есть при наличии действенной правовой защиты от извлечения частных выгод контроля, стимулы быть вовлеченными в экспроприацию работников снижаются, так как извлекающая эти выгоды сторона вынуждена делиться ими с миноритариями. Таким образом, утверждение о том, что высокая степень защиты прав инвесторов сопряжена с низким уровнем защиты прав работников, уже не выглядит очевидным. В этом смысле корпоративное законодательство и трудовое законодательство могут в определенной мере выступать как субституты.

В эмпирических исследованиях Бертрана и Мюллэнатана (Bertrand and Mullainathan 1999, 2003) показано, что регулирование рынка корпоративного контроля влияет на уровень вознаграждения работников. Этими авторами был обнаружен более значительный рост уровня заработной платы в американских компаниях, зарегистрированных в штатах, которые ввели законодательные ограничения на функционирование рынка корпоративного контроля, по сравнению с компаниями, зарегистрированными в тех штатах, где подобные ограничения не вводились. Данный результат можно интерпретировать как свидетельство того, что плохо контролируемые (в связи с ослаблением рынка корпоративного контроля) менеджеры имеют возможность наслаждаться “легкой жизнью”, не прилагая должных усилий в переговорном процессе с профсоюзами относительно уровня занятости и заработной платы работников. Подобным же образом, Атанасов и Ким (Atanassov and Kim 2009) обнаружили, что сильная законодательная поддержка профсоюзного движения защищает не только работников, но также и неэффективных менеджеров, которые с целью защиты собственного положения могут вступать в альянсы с работниками. Менеджмент неэффективных фирм заручается поддержкой работников в обмен на отказ от реструктуризации производства и неизбежных массовых увольнений, что нередко сопровождается распродажей активов фирмы в ущерб интересам акционеров.

Целый ряд исследований посвящен проблемам создания коалиций менеджеров и работников в противодействии крупным акционерам. Пагано и Вольпин в работе (Pagano and Volpin 2005a), в развитие теории стейкхолдеров, утверждают, что если менеджеры обладают небольшой долей в капитале фирмы, то возможно создание альянсов между менеджерами и работниками, снижающих риск враждебного поглощения компании. В работе (Pagano and Volpin 2005b) показано, что с целью противодействия попытке поглощения менеджмент может вступать в сговор с работниками путем увеличения их заработной платы (рост расходов на заработную

плату – в той мере, в какой он необратим вследствие фиксации положений трудовых контрактов – превращает компанию в непривлекательный объект для поглощения). Гипотеза о сговоре находит поддержку и в работах Рауха (Rauch 2006), Кима и Вимета (Kim and Ouimet 2008), анализирующих программы участия работников в капитале фирм (ESOP).

Важно отметить, что часть доступных менеджерам частных выгод контроля напрямую связаны с политикой занятости. В частности, Ландье, Нэр и Вульф (Landier, Nair, and Wulf 2009) показали, что американские фирмы менее охотно идут на сокращение персонала в подразделениях, сосредоточенных вблизи штаб-квартир, по сравнению с более удаленными подразделениями. Одним из объяснений этого явления может служить то, что менеджеры извлекают личные выгоды от взаимодействия с работниками, а также муниципалитетами и жителями территорий, находящимися в непосредственной близости от штаб-квартир компаний.

К схожим выводам пришли Кронквист и др. (Cronqvist et al. 2009), обнаружив на шведских данных, что менеджеры, обладающие большими правами контроля, склонны устанавливать работникам более высокий уровень вознаграждения, однако финансовые стимулы в виде прав менеджеров на денежный поток ослабляют эту зависимость. Кроме того, окопавшиеся на своих постах менеджеры устанавливают более высокий уровень оплаты труда работникам, находящимся на близких к ним ступенях корпоративной иерархии, работающим вблизи корпоративных штаб-квартир, и тесно связанным с профсоюзами. Это свидетельствует о том, что окопавшиеся менеджеры извлекают частные выгоды от улучшения социальных отношений со своими работниками, а также за счет экономии на усилиях, затрачиваемых в ходе переговоров с профсоюзами.

ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ПОВЕДЕНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА РЫНКЕ ТРУДА

К настоящему времени в отечественных и зарубежных изданиях опубликовано множество работ, посвященных вопросам приватизации, становления корпоративного управления, а также политике российских фирм в отношении занятости и вознаграждения работников. Однако, несмотря на наличие обширной литературы по каждому из этих вопросов, практически отсутствуют исследования, в центре внимания которых стоят комплексные взаимоотношения акционеров, менеджеров и работников в

российских компаниях. Исключение составляет небольшое число появившихся в основном в 1990-е годы работ, рассматривавших эти вопросы в контексте российской приватизации и, как правило, делавших акцент на собственности работников в акционерных обществах (Афанасьев и др. 1997; Buck et al. 1999; Nuti 1995). Такой интерес был вызван особенностями российской модели приватизации, в ходе которой трудовые коллективы и менеджеры получили значительные преференции и стали собственниками контрольных пакетов акций большинства приватизированных компаний.² Как отмечалось в литературе того времени, выбор такой нестандартной модели был в значительной мере предопределен политическими, а не экономическими факторами (прежде всего, необходимостью широкой поддержки рыночных реформ), и с самого начала вызывал опасения касательно реформирования предприятий и улучшения результатов их деятельности в постприватизационный период (см. Boycko, Shleifer and Vishny 1995).

С начала 1990-х годов среди российских и зарубежных ученых-экономистов развернулась дискуссия о том, в какой мере осуществленная в России приватизация способствовала реструктуризации и повышению эффективности бывших государственных предприятий. Широкое распространение получило мнение о том, что в результате приватизации по-российски так и не был сформирован институт эффективных собственников (Boycko, Shleifer and Vishny 1994). В защиту этой точки зрения приводился ряд аргументов, в частности, распыленность акционерного капитала, некомпетентность новых собственников в вопросах корпоративного управления, а также специфические интересы работников, ставших основными владельцами акций. В ряде исследований о влиянии разных типов доминирующих собственников на эффективность российских компаний, были обнаружены признаки позитивной роли работников (Капелюшников 2001; БЭА 2001). Но положительная связь в ряде случаев объяснялась фактором эндогенности – отбором работниками наиболее привлекательных предприятий в ходе приватизации (Кузнецов и Муравьев 2000; БЭА 2001).

Многочисленные исследования того периода обращали внимание на двойственность статуса лиц, являвшихся одновременно работниками и акционерами в компании. В качестве работников, они были заинтересованы в сохранении своих

² Осуществленная в России программа массовой приватизации была наиболее близка к приватизационным программам Польши и Чехословакии и значительно отличалась от стандартной модели приватизации посредством продажи предприятий, характерной для Западной Европы, Латинской Америки, Азии и Африки (Boycko, Shleifer and Vishny 1994).

рабочих мест и росте заработной платы, а в качестве акционеров их интерес заключался в получении дивидендов на акции. Оказалось, что приоритетом для работников-акционеров стали именно гарантии занятости и роста заработной платы (Peng, Buck and Filatotchev 2003), а дополнительный доход за счет статуса акционера играл второстепенную роль.³ Большинство работников было фактически привязано к своим рабочим местам не только вследствие того, что они давали гарантии получения дохода в условиях экономического кризиса и роста безработицы, но также вследствие иных выгод, предоставляемых предприятиями, как-то жилье и другие виды социального обеспечения. Иными словами, потенциальный контроль со стороны работников, основными целями которых являлись увеличение заработной платы и поддержание занятости, мог попросту блокировать решения о реструктуризации, необходимой для выживания компаний в долгосрочной перспективе (Boysko, Shleifer and Vishny 1996).

В ряде работ внимание было акцентировано на том факте, что хотя работники в совокупности и обладали крупнейшей долей в капитале российских предприятий, контроль с их стороны над действиями менеджеров не мог быть эффективным из-за значительной неоднородности этой группы акционеров, что приводило к несовпадению их интересов (Earle and Estrin 1996). Эта неоднородность была связана с возрастными различиями между работниками, их занятостью в разных подразделениях, а также их неодинаковой ценностью для фирмы. В этих условиях согласованные действия работников, направленные на установление контроля над деятельностью менеджмента, были затруднены, а неудача в их проведении грозила работникам потерей рабочих мест на предприятии (Buck, Filatotchev and Wright 1998).

О неспособности работников-акционеров контролировать менеджмент фирм свидетельствует ряд эмпирических исследований. Уже Эрл и Эстрин (Earle and Estrin 1996) отмечали, что, несмотря на доминирование собственности работников, реальный контроль над созданными в ходе приватизации компаниями оставался в руках менеджеров. Именно менеджерам принадлежало большинство мест в советах директоров, а представительство работников было ограничено (Filatotchev et al. 1999). Согласно исследованию Долгопятовой (Dolgopiatova 2007), ситуация в целом не изменилась и в последующие годы. Доля рядовых работников и представителей профсоюзов в советах директоров компаний с различной степенью концентрации

³ Это в равной мере относится как к дивидендной доходности (в 1990-е годы дивиденды большинства компаний были ничтожно малы), так и к доходности от роста курсовой стоимости акций (во многом вследствие низкой ликвидности последних).

собственности составляла от 4,2 до 8%, причем наименьшая доля была характерна для предприятий с высокой концентрацией собственности.

Означает ли это, что власть менеджеров была бесконтрольной? Стали ли менеджеры приватизированных предприятий своего рода “агентами без принципалов”? Большинство экономистов полагало, что это было не совсем так. Значительная доля работников в капитале компаний не позволяла менеджменту полностью игнорировать интересы работников, прежде всего, из-за угрозы продажи последними своих акций. Это было чревато для менеджеров утратой руководящих позиций. В результате на многих предприятиях возникли своего рода негласные контракты между дирекцией и работниками, суть которых состояла в сохранении до последней возможности занятости работников-акционеров в обмен на отказ от продажи своих акций на сторону. Иными словами, менеджеры успешно кооперировались с работниками с целью сохранения инсайдерского контроля (Filatotchev, Wright and Bleaney 1999). В этих условиях приобретение сторонними инвесторами акций компаний (если это был не контрольный пакет) грозило потерей вложений из-за рисков экспроприации со стороны менеджеров и/или выбора инсайдерами целей, не связанных с максимизацией прибыли компании в долгосрочной перспективе. Еще одним механизмом контроля действий работников в отношении принадлежащих им акций, получившим определенное распространение в 1990-х гг., стали акционерные соглашения. Согласно этим соглашениям работники предприятий, зачастую мало осведомленные о своих правах акционеров, передавали акции в доверительное управление директору (менеджерам). Согласно ряду соглашений вообще запрещалась продажа акций внешним лицам. За нарушение условий соглашения работники могли лишиться пенсионных, социальных выплат, детских пособий, либо даже столкнуться с угрозой увольнения. Отметим также, что первые акционерные соглашения носили едва ли не принудительный характер, хотя по нормам права должны были заключаться исключительно на добровольной основе (Шаститко и Радченко 2008).

В ряде теоретических и эмпирических работ рассматривались вопросы влияния структуры собственности, в том числе доминирования в акционерном капитале инсайдеров, на уровень занятости и заработной платы. Поскольку реальная заработная плата в России была гибкой, можно было ожидать, что менеджеры и работники могли “договариваться” о размере заработной платы при заданном уровне занятости. В результате, работники приватизированных предприятий соглашались с низким уровнем

оплаты труда в обмен на сохранение высокого уровня занятости (Luke and Schaffer 2000).

Значительный интерес представляет работа Брайнерд (Brainerd 2002), в которой на основе данных опроса домохозяйств за 1993-1998 гг. проанализирована связь между структурой собственности и уровнем заработной платы на российских предприятиях. Это исследование показало, что заработная плата работников была выше в приватизированных компаниях по сравнению с государственными предприятиями, по крайней мере, в отдельные годы.⁴ Среди причин выплаты более высокой заработной платы приватизированными предприятиями по сравнению с государственными назывались следующие: особенности распределения ренты между работниками и менеджерами приватизированных компаний, возросшая вследствие реструктуризации производительность, неслучайный отбор предприятий для приватизации и внутренняя селекция работников на этих предприятиях. И все же наиболее вероятной причиной дифференциации заработной платы является именно раздел ренты между менеджерами и работниками в условиях доминирования инсайдеров в капитале фирм, при котором менеджеры фактически платили за сговор с работниками.

С середины 1990-х годов на российских приватизированных предприятиях четко прослеживалось снижение доли акций в капитале у работников предприятий. Отчасти это было связано с “естественной дегенерацией” собственности работников, связанной с тем, что с течением времени работники неизбежно покидают фирму и становятся внешними инвесторами. Другой причиной снижения доли работников была продажа акций работниками предприятий, как менеджерам, так и сторонним инвесторам. Продажа акций “на сторону”, по сути, представляла собой “голосование ногами” работников в условиях, когда не было возможности реализации прав акционеров, равно как и значительных финансовых выгод, проистекающих из факта владения акциями. Одновременно происходила консолидация собственности, сопровождавшаяся аккумулярованием корпоративного контроля в руках доминирующих собственников (Голикова и др. 2004, Авдашева и др. 2005). В результате существенно снизилась и роль трудовых коллективов как стейкхолдера. Продав значительную часть акций, работники перестали быть весомыми акционерами, а консолидация собственности снизила вероятность противостояния отдельных крупных собственников и использования трудовых коллективов как союзника в корпоративном споре. Кроме

⁴ Отметим, что заработная плата работников приватизированных предприятий была, тем не менее, ниже, чем в частном секторе, хотя разрыв постепенно сокращался (Brainerd 2002).

того, на предприятия приходили новые собственники, не связанные какими-либо обязательствами с трудовыми коллективами (Голикова и др. 2004).

Таким образом, к середине первого десятилетия нового века феномен инсайдерского контроля, порожденный российской моделью приватизации, в значительной мере был изжит. Не случайно работы последних лет (напр., Долгопятова и др. 2007) отходят от традиционной для 1990-х годов классификации собственников на инсайдеров (рядовых работников и менеджеров) и аутсайдеров (сторонних акционеров). Также, по мнению ряда исследователей, основной системной характеристикой корпоративного контроля в российских корпорациях в последнее десятилетие стало совмещение владения и управления (Ружанская 2008). В то же время, на основе масштабных обследований российских корпораций исследователи в (Долгопятова и др. 2007) пришли к выводу, что в бизнес-группах компании постепенно отходят от практики совмещения функций управления и владения, уступая модели разделения этих функций, с формированием квалифицированных команд наемных менеджеров.

По мере снижения доли в капитале российских предприятий, принадлежащей работникам, и концентрации собственности у внешних акционеров акцент в академических исследованиях постепенно смещался с проблемы контроля над действиями менеджеров на проблему взаимоотношений между различными внешними акционерами, главным образом между владельцами крупных и мелких пакетов акций. Особое внимание отводилось вопросам экспроприации мелких акционеров крупными собственниками, контролирующими деятельность предприятия. В большинстве работ по корпоративному управлению именно проблема согласования интересов миноритарных и крупных акционеров вышла на первый план (см., например Dusk, Volchkova and Zingales 2008).⁵ Снижение доли трудовых коллективов в капитале приватизированных предприятий также вызвало падение интереса к анализу роли работников в корпоративном управлении. В последние годы вопросы занятости и вознаграждения работников, как правило, анализируются в рамках экономики труда и, в основном, вне связи с проблемами корпоративного управления.

⁵ Эта проблема актуальна для экономик с превалированием концентрированной структуры собственности и неразвитостью внешних механизмов корпоративного управления (Morck et al. 2005). Отметим, что последние десятилетия ознаменовались появлением и развитием нового видения корпоративного управления, фокусирующегося на конфликтах между различными группами собственников, известного как модель принципал-принципал (Dharwadkar et al. 2000, Young et al. 2008).

МЕТОДОЛОГИЯ

Вопросы измерения

Важнейшей методологической проблемой настоящего исследования является вопрос об *измерении остроты корпоративных конфликтов между акционерами и менеджерами, а также отдельными группами акционеров*. В данном исследовании с целью измерения масштаба корпоративных конфликтов мы используем концепцию “частных выгод контроля”. Такой подход базируется на работах ведущих зарубежных экономистов – специалистов по корпоративному управлению, активно применяющих эту концепцию в теоретических и эмпирических исследованиях. В частности, согласно Дайку и Зингалесу (Dyck and Zingales 2004), частные выгоды контроля являются одним из краеугольных камней современной литературы по корпоративным финансам. В случае, когда удастся адекватно измерить величину частных выгод контроля, появляется возможность судить о масштабе корпоративного конфликта внутри фирмы.

До последнего времени частные выгоды контроля редко фигурировали в эмпирических исследованиях по корпоративному управлению именно из-за серьезных проблем измерения. Действительно, на данный момент известны только два способа измерения/аппроксимации этой величины. Один из способов (так называемый метод “цены права голоса”) основан на сопоставлении цен голосующих и неголосующих акций в компаниях, выпустивших два типа акций (Zingales 1994, 1995).⁶ Другой способ базируется на сопоставлении цены акций в транзакциях, влекущих смену собственников крупных и контрольных пакетов акций, и цены акций на фондовом рынке после раскрытия информации о планируемой крупной сделке (Barclay and Holderness 1989).

Благодаря особенностям становления корпоративного сектора России возможности измерения частных выгод контроля при анализе данных по российским компаниям заметно шире, чем в большинстве других стран. Это в первую очередь относится к способу измерения частных выгод контроля с помощью метода цены права голоса. Действительно, российский корпоративный сектор включает значительное число компаний с двумя типами акций, подавляющее большинство которых было создано не вследствие намерения их основателей сохранить контроль при одновременном привлечении внешнего финансирования (что типично для развитых фондовых рынков), а вследствие особенностей российской приватизации. Таким

⁶ Как правило, речь идет о разности между ценами голосующих и неголосующих акций, отнесенной к цене неголосующих акций.

образом, компании с двумя типами акций в России, по существу, возникли экзогенно (или почти экзогенно).⁷

В настоящем исследовании мы аппроксимируем частные выгоды контроля (меру остроты корпоративного конфликта) с помощью переменной, рассчитываемой как отношение разности между ценой голосующей (обыкновенной) и неголосующей (привилегированной) акций, к цене неголосующей (привилегированной) акции:

$$VP = \frac{P_{CSh} - P_{PSh}}{P_{PSh}} \quad (1)$$

Такой подход к измерению частных выгод контроля в России был применен в целом ряде ранее опубликованных работ, например, Willer (1997), Goetzmann et al. (2003), Muravyev (2009), Berezinets et al. (2011) и Muravyev (2012). Данные этих и других исследований по России указывают на существование значительных частных выгод контроля в российских корпорациях, намного превышающих частные выгоды в таких странах, как США, Великобритания, Швейцария, Германия, и даже Италия, для которой, согласно ряду исследований (напр., Nenova 2003), характерна самая высокая среди развитых стран величина частных выгод контроля.

В качестве переменных, описывающих политику фирм в области оплаты труда работников, мы используем стандартный набор показателей, включающий уровень и динамику средней заработной платы, расходов на социальные нужды, а также задолженности по заработной плате. Поскольку эти показатели вполне традиционны, здесь мы не останавливаемся подробно на вопросах их измерения и интерпретации.

Эконометрический анализ

Очевидно, что острота корпоративных конфликтов и политика фирм в сфере вознаграждения работников не являются непосредственно наблюдаемыми и измеряемыми. На практике же мы располагаем, например, информацией о величине средней заработной платы и о величине премии по голосующим акциям, и именно в них, с нашей точки зрения, трудно отделимой составляющей в силу большой зашумленности, как раз содержится информация, отражающую практику корпоративного управления и политику фирм в области вознаграждения работников.

⁷ Значительную роль играла капиталоемкость производства. Работники и менеджеры капиталоемких предприятий зачастую не имели возможности выкупить 51% акций своих предприятий по второму варианту льгот и в результате соглашались на первый вариант, предусматривавший выпуск не только обыкновенных, но также и привилегированных акций. Подробнее см. в (Hare and Muravyev 2003).

В связи с этим первая часть нашего эмпирического исследования нацелена на «выделение» необходимой для построения основной модели исследования информации. Для этого мы построили две вспомогательные эконометрические модели, а затем, используя результаты их оценивания, перешли к эконометрической модели, при помощи которой смогли сделать определенные предположения и выводы о взаимосвязи корпоративного управления и политики фирм в области вознаграждения работников.

Таким образом, проведенный нами эконометрический анализ взаимосвязи корпоративного управления и политики фирм в области заработной платы состоял из двух этапов:

1) Построение регрессионных моделей первого уровня (которые условно названы нами “трудовой” и “финансовой” регрессией), описывающих поведение фирм на рынке труда и цену права голоса, соответственно.

2) Построение регрессионных моделей второго уровня (базовых), позволяющих провести анализ того, как корпоративное управление в компаниях с двумя типами акций связано с политикой этих компаний в области оплаты труда работников.

К моделям первого уровня нами были отнесены следующие две модели. Модель вида (2) (“трудовая регрессия”), описывающая поведение фирмы на рынке труда:

$$Labor_{it} = \gamma_0 + Z_{it}\gamma + u_{it}, \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T. \quad (2)$$

Зависимая переменная модели (2) $Labor_{it}$ – это переменная, отражающая политику компании в области оплаты труда. В частности, в качестве такой переменной могут выступать такие характеристики фирм, как уровень заработной платы, уровень социальных расходов на одного работника или же задолженность по заработной плате. В уравнении (2) γ_0 – скалярная величина, $\gamma = (\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_k)$ – вектор подлежащих оцениванию неизвестных параметров. Вектор $Z_{it} = (z_{1it}, z_{2it}, \dots, z_{kit})$ – это вектор независимых переменных, потенциально влияющих на политику фирм в области оплаты труда работников и отражающих специфичные для данной фирмы, отрасли или региона факторы, которые наблюдаемы и измеряемы. В данном исследовании в уравнении, описывающем поведение фирм на рынке труда, были использованы следующие факторы: средний уровень заработной платы, величина просроченной задолженности по заработной плате относительно годового фонда оплаты труда, уровень безработицы в регионе. С точки зрения экономической теории вполне

обоснованным выглядит предположение о том, что политика фирмы в области заработной платы зависит от среднего уровня оплаты труда или уровня безработицы в регионе (очевидно, что фирмы в Карачаево-Черкесии не будут платить своим сотрудникам заработные платы, характерные для Москвы).⁸

Переменная u_{it} в модели “трудоустройственной регрессии” предполагается случайной и представимой в виде:

$$u_{it} = m_{labor_it} + e_{it}$$

Именно в ней, с нашей точки зрения, содержится переменная m_{labor_it} , которая характеризует политику (действия) менеджмента или контролирующего собственника по отношению к работникам.

Модель первого уровня вида (3) (“финансовая регрессия”) описывает поведение компании на рынке капитала:

$$VP_{it} = \alpha_0 + X_{it}\alpha + v_{it}, \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T. \quad (3)$$

Зависимая переменная VP_{it} – это цена права голоса или, иначе, премия по голосующим акциям компаний, косвенно характеризующая величину частных выгод контроля. В уравнении (3) использованы следующие обозначения: α_0 – скалярная величина, $\alpha = (\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_l)$ – вектор оцениваемых параметров, $X_{it} = (x_{1it}, x_{2it}, \dots, x_{lit})$ – вектор независимых переменных, потенциально влияющих на цену права голоса. В качестве таких переменных при моделировании нами были, в частности, использованы характеристики структуры собственности компаний (например, величина Шепли), показатели ликвидности акций и уровня дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям.⁹ Переменная v_{it} является случайной и, согласно нашим предположениям, состоит из двух аддитивных величин:

$$v_{it} = \mu_{capital_it} + \varepsilon_{it}$$

При этом, с нашей точки зрения, переменная $\mu_{capital_it}$ характеризует состояние корпоративного управления в компании. По предположению, переменные u_{it} и v_{it} некоррелированы с регрессорами в уравнении (2) и (3) соответственно.

Отметим, что измеренные в уровнях зависимые переменные уравнений (2) и (3), например, уровень заработной платы или уровень премии по голосующим акциям,

⁸ Отметим также, что в рассматриваемую «трудоустройственную» регрессию, равно как и в рассмотренную ниже «финансовую» регрессию, включены фиктивные переменные для периодов (годов) наблюдения. С их помощью мы контролируем общие для всех фирм макроэкономические условия, включая многочисленные изменения в трудовом и корпоративном законодательстве на рубеже 1990-х-2000-х годов.

⁹ Подробное обсуждение детерминантов премии по голосующим акциям в России можно найти в работе Муравьева (Muravyev 2009).

были предварительно прологарифмированы. Использование логарифма зависимых переменных (характеризующих занятость и заработную плату) является стандартной практикой в эконометрическом анализе рынка труда. Многие исследования премии по голосующим акциям также придерживаются такого подхода (напр., Zingales 1994). В силу очевидных причин не проводилось логарифмирование зависимых переменных, измеренных как прирост или доля (например, прирост заработной платы и доля просроченной задолженности по заработной плате в годовом фонде оплаты труда).

Как уже отмечалось в начале этого раздела, изучение взаимосвязи между корпоративным управлением и политикой фирм в области заработной платы должно быть направлено на анализ связи между величинами $m_{labor_{it}}$ и $\mu_{capital_{it}}$, которые могут быть извлечены из уравнений (2) и (3). Однако, отсутствие возможности наблюдения и измерения этих величин вынуждает нас прибегнуть к анализу величин $u_{it} = m_{labor_{it}} + e_{it}$ и $v_{it} = \mu_{capital_{it}} + \varepsilon_{it}$. Очевидно, что в силу наличия в каждой из указанных величин аддитивных случайных компонент e_{it} и ε_{it} (шумов), при корреляционном и регрессионном анализе взаимосвязи величин u_{it} и v_{it} можно установить лишь нижнюю границу тесноты связи между интересующими нас переменными $m_{labor_{it}}$ и $\mu_{capital_{it}}$ (оценки тесноты и силы связи будут смещены к нулю из-за шума, создаваемого величинами e_{it} и ε_{it}).¹⁰ Помимо этого, сами величины u_{it} и v_{it} также ненаблюдаемы. Именно поэтому в данном исследовании с целью анализа взаимосвязи между величинами u_{it} и v_{it} мы рассмотрели эконометрическую модель второго уровня для остатков регрессионных моделей (2) и (3), то есть для величин, которые мы обозначили, как $resid_Labor_{it}$ и $resid_VP_{it}$.

Таким образом,

$$resid_Labor_{it} = Labor_{it} - \hat{\gamma}_0 - Z_{it}\hat{\gamma}, \quad (4)$$

$$resid_VP_{it} = VP_{it} - \hat{\alpha}_0 - X_{it}\hat{\alpha}. \quad (5)$$

В выражениях (4) и (5) через $\hat{\gamma}_0$, $\hat{\gamma}$, $\hat{\alpha}_0$, $\hat{\alpha}$ обозначены оценки параметров моделей (2) и (3) соответственно.

Базовая модель второго уровня имеет вид:

$$resid_Labor_{it} = \beta_0 + \beta_1 resid_VP_{it} + \beta_2 resid_VP_{it} * Control_{it} + \beta_3 Control_{it} + z_{it}. \quad (6)$$

В этой модели величина $resid_Labor_{it}$ – выступает в качестве зависимой переменной, а величина $resid_VP_{it}$ – в качестве независимой переменной. В уравнении (6) через β_k ,

¹⁰ Эта тенденция к смещению оценок к нулю вследствие ошибок измерения регрессоров – одно из широко известных свойств регрессионного анализа.

$\kappa=0, \dots, 3$ обозначены неизвестные параметры, через z_{it} случайная величина (регрессионный остаток). Через $Control_{it}$ обозначена переменная, при помощи которой мы анализируем влияние структуры контроля в фирме на взаимосвязь между корпоративным управлением и политикой фирм в области оплаты труда.

В качестве примера базовой модели (6) приведем одну из рассмотренных в работе спецификаций такой модели.

$$resid_Wage_{it} = \beta_0 + \beta_1 resid_VP_{it} + \beta_2 resid_VP_{it} \times Control_{it} + \beta_3 Control_{it} + z_{it}. \quad (7)$$

В уравнении (7) через $resid_Wage_{it}$ обозначены остатки модели “трудовой” регрессии для случая, когда в качестве регрессанда выступала средняя заработная плата в фирме. В качестве переменной $Control_{it}$ мы использовали бинарную переменную, которая принимает значение 1 в случае наличия в компании контролирующего собственника (50%+ 1 акция) и 0 при отсутствии в компании такого акционера.

Параметры всех рассмотренных моделей были оценены с помощью метода наименьших квадратов. С целью корректного статистического вывода были рассчитаны робастные стандартные ошибки. Все этапы анализа были выполнены в эконометрическом пакете Stata.

ДААННЫЕ И ВЫБОРКА

Информационную базу исследования составил массив данных по торгуемым российским компаниям, акционерный капитал которых сформирован с помощью двух типов акций – обыкновенных (голосующих) и привилегированных (неголосующих). В частности, в выборку включены все компании с двумя типами акций, входившие в листинг РТС в период с 1997 по 2006 гг.¹¹ Выбор РТС (а не ММВБ или другой торговой площадки) обусловлен более широким охватом российских компаний этой биржей, где уже с конца 1990-х годов торговалось более сотни компаний с двумя типами акций. В целом, за период с 1997 по 2006 гг. в системе РТС торговалось 248 таких компаний, что дает 1074 потенциальных наблюдений в рассматриваемом массиве данных (число компаний, умноженное на число лет их пребывания в листинге РТС).

Данные о торгах в системе РТС дополнены информацией о финансовом положении компаний из баз данных СПАРК и СКРИН (www.skrin.ru и

¹¹ Например, в 2001 г. в систему РТС было включено более 150 компаний с двумя типами акций. В то же время, в любой из кварталов 2001 г. число компаний, с обыкновенными и привилегированными акциями которых совершались сделки, не превышало половины этого числа. На развивающемся фондовом рынке России листинг на бирже далеко не всегда означал активную торговлю акциями.

<http://spark.interfax.ru/>). Ввиду неполноты данных по многим компаниям, а также ввиду удаления резко выделяющихся наблюдений¹², в анализируемом массиве данных осталось 672 наблюдения.

Выборка компаний, на которой проводилось исследование, характеризуется следующим образом. На Рис. 1-3 показано распределение наблюдений (компаний) по отраслям, по федеральным округам и во времени. Как нетрудно заметить, в выборке доминируют предприятия телекоммуникационной отрасли, электроэнергетики и нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей промышленности (Рис. 1). Вошедшие в выборку предприятия расположены во всех федеральных округах. При этом наиболее высоки доли Центрального и Поволжского округов (Рис. 2). Наибольшее число наблюдений приходится на 1998, 2000 и 2001 годы (Рис. 3).

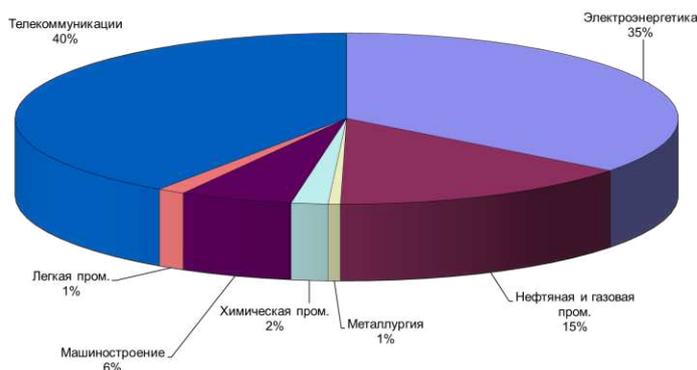


Рис. 1. Распределение наблюдений по отраслям.

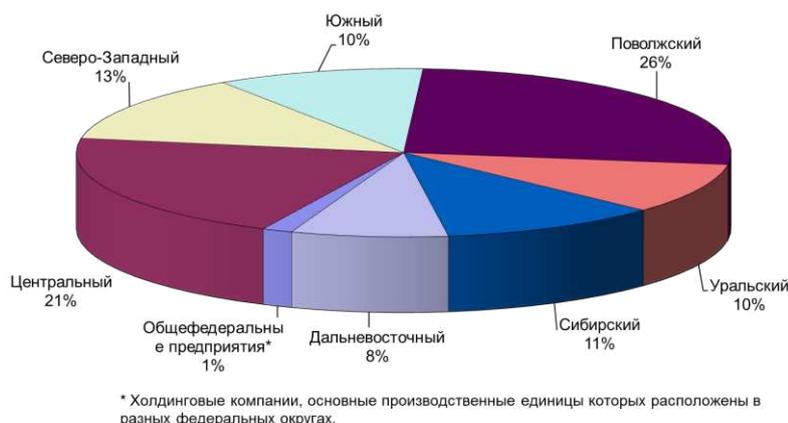


Рис. 2. Распределение наблюдений по федеральным округам.

¹² В частности, удалены все наблюдения, попавшие в первый и последний перцентили распределения таких переменных, как премия по голосующим акциям, величина заработной платы работников, величина отчислений на социальные нужды в расчете на одного работника, рост заработной платы и величина просроченной задолженности по зарплате в процентах к фонду оплаты труда.

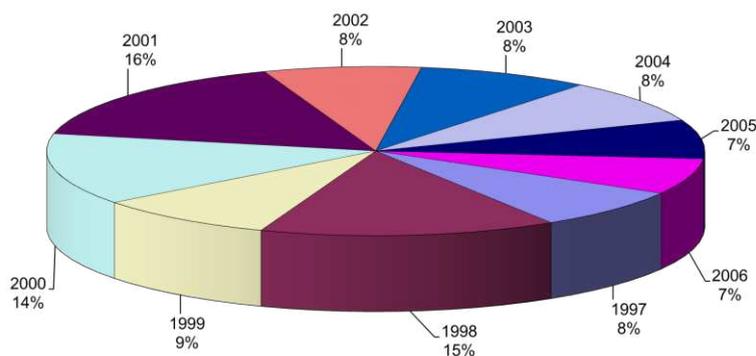


Рис. 3. Распределение наблюдений во времени.

Рис. 4 характеризует среднюю заработную плату работников на вошедших в выборку фирмах в ценах 2000 г. Представленные данные о заработной плате согласуются с тенденцией падения реальной зарплаты в России в 1998-1999 г. вследствие кризиса 1998 г. и наблюдавшимся увеличением заработной платы по мере выхода экономики на траекторию устойчивого роста.

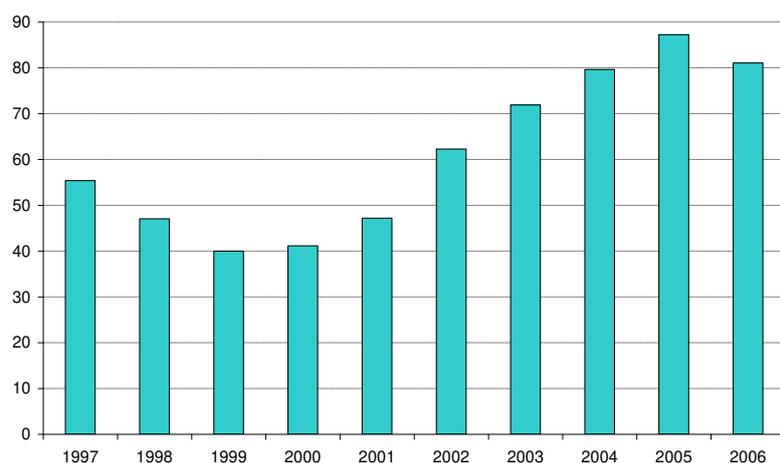


Рис. 4. Средняя заработная плата работников фирм, вошедших в выборку (тыс. рублей в ценах 2000 г.)

Средние отчисления на социальные нужды в вошедших в выборку фирмах (в ценах 2000 г.) представлены на Рис. 5 и в целом характеризуются той же динамикой, что и заработная плата, а именно, снижением в период кризиса и восстановлением в последующие годы. Отметим, что в отличие от размера заработной платы, величина отчислений на социальные нужды в конце рассматриваемого периода оказалась ниже,

чем в докризисный 1997 г. Это наблюдение также хорошо вписывается в общую тенденцию сокращения российскими предприятиями расходов на содержание социальных объектов.

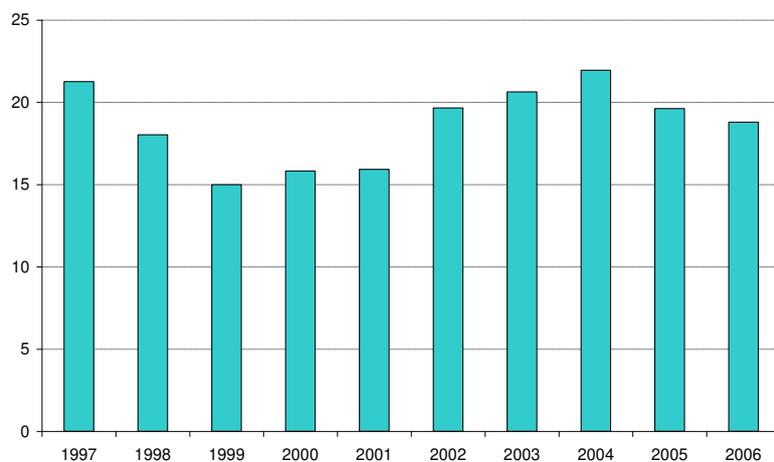


Рис. 5. Средние отчисления на социальные нужды в фирмах, вошедших в выборку (тыс. рублей в ценах 2000 г.)

На Рис. 6 показано изменение реальной заработной платы по сравнению с предшествующим годом, а на Рис. 7 представлена среднегодовая задолженность по заработной плате в % к фонду оплаты труда в среднем по вошедшим в выборку фирмам.

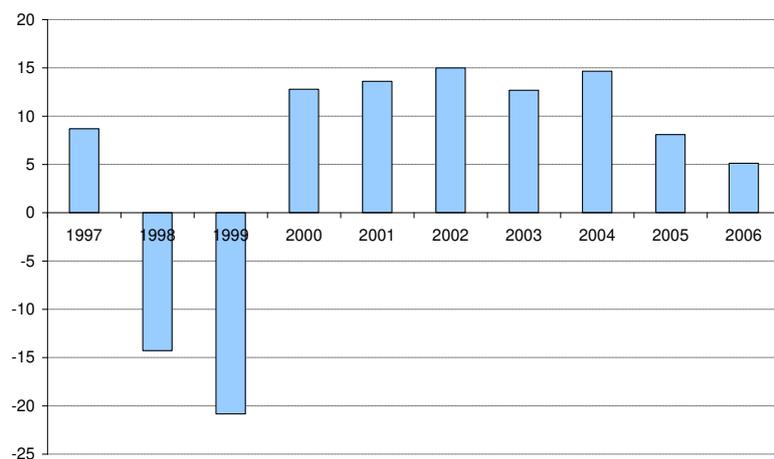


Рис. 6. Изменение реальной заработной платы по сравнению с предшествующим годом, в процентах.

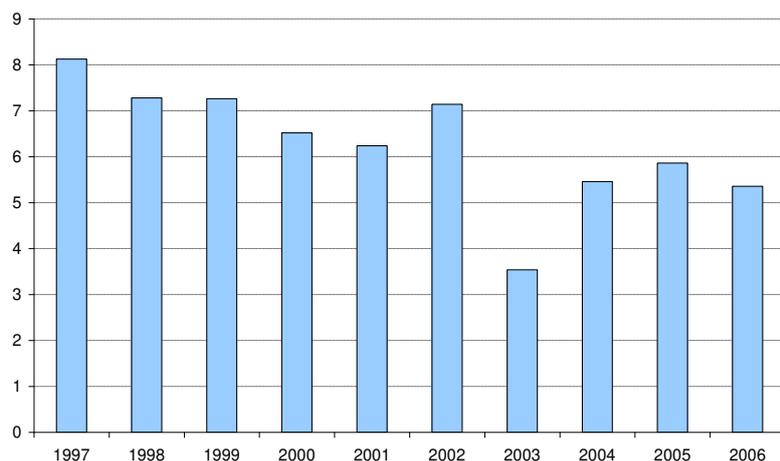


Рис. 7. Средняя задолженность по заработной плате в процентах к фонду оплаты труда.

В целом, данные по вошедшим в выборку компаниям согласуются с общей тенденцией эволюции российского рынка труда.

В приведенных ниже Таблицах 1 и 2 перечислены переменные, которые были использованы в регрессионных моделях первого уровня (2) и (3).

Таблица 1. Описание основных переменных, используемых в модели (2) (“Трудовая “регрессия”).

Зависимые переменные	
<i>Wage</i>	Средняя заработная плата в тыс. рублей (цены 2000 г.), рассчитана как отношение годового фонда оплаты труда (ФОТ) и среднесписочной численности работников.
<i>Social</i>	Отчисления на социальные нужды в расчете на одного работника в тыс. рублей (цены 2000 г.).
<i>Dwage</i>	Прирост реальной заработной платы по отношению к предшествующему году, %.
<i>Arrears</i>	Отношение задолженности по заработной плате к величине фонда оплаты труда, %.
Независимые переменные	
<i>Monopsony</i>	Бинарная переменная для фирм монополистов, принимает значение равное 1, если в фирме были заняты по меньшей мере 5% жителей населенного пункта и равное 0 если это условие не выполнялось.
<i>ILO_unemploy</i>	Уровень безработицы в регионе, %.
<i>Reg_wage</i>	Средняя годовая заработная плата в регионе, тыс. руб. (цены 2000 г.).
<i>Reg_arrears</i>	Просроченная задолженность по зарплате в регионе, % ФОТ.
<i>Sales</i>	Выручка от реализации продукции, товаров, услуг.

Таблица 2. Описание основных переменных модели (3) (“Финансовая “ регрессия”)**Зависимая переменная**

VP Премия по голосующим акциям.

Независимые переменные

Shapley Величина Шепли (Shapley value).

Control Бинарная переменная, равная 1, если в компании есть акционер, владеющий пакетом (50% + 1) акция и равная 0, если такого акционера не было.

Cont_sh Бинарная переменная, равная 1, если в компании есть акционер, владеющий пакетом (50% + 1) акция или, если такового нет, разница в величине пакетов двух крупнейших акционеров больше 20% . В противном случае переменная равна 0.

Downer Разница в количестве голосов (проценте голосующих акций) двух крупнейших собственников.

Downer_1 Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной *Downer* находится в первом дециле распределения, 0, в противном случае.

Downer_2 Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной *Downer* находится между 10 и 50 персентилями распределения, и равная 0, если это не так.

Downer_3 Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной *Downer* находится между 50 и 90 персентилями распределения, и равная 0, если это не так.

Downer_4 Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной *Downer* находится в последнем дециле распределения, и равная 0, в противном случае.

pi_inverted Величина обратная к доле обыкновенных акций в капитале компании.

LiquidityCommon Переменная, характеризующая ликвидность обыкновенных акций. Значения переменной рассчитывались по данным о ценах покупки и продажи следующим

$$\text{образом: } LiquidityCommon = \frac{P_{Cask} - P_{Cbid}}{(P_{Cask} + P_{Cbid}) / 2}$$

LiquidityPreferred Переменная, характеризующая ликвидность привилегированных акций. Значения переменной рассчитывались по данным о ценах покупки и продажи следующим

$$\text{образом: } LiquidityPrfferred = \frac{P_{Pask} - P_{Pbid}}{(P_{Pask} + P_{Pbid}) / 2} .$$

Veto_power Бинарная переменная, равная 1 для компаний, дающих право вето владельцам привилегированных акций, и равная 0, если это не так.

Ddividend Отношение разности величины дивидендов по привилегированным и обыкновенным акциям, к цене привилегированных акций.

Dividend10 Бинарная переменная, равная 1, если устав компании предусматривает направление 10% чистой прибыли на выплату дивидендов по привилегированным акциям, и 0 в противном случае.

ADR Бинарная переменная, равная 1 для компаний, выпустивших АДР и равная 0, если компания их не выпускала.

Vote Бинарная переменная, равная 1 для компаний, где привилегированные акции наделены правом голоса из-за невыплаты дивидендов и равная 0, если это не так.

Lower_bound Бинарная переменная, принимающая значение 1 для компаний, где дивиденд по привилегированным акциям не может быть меньше дивидендов по обыкновенным акциям, и равная 0 в противном случае.

Переменные, измеряемые в денежном выражении (заработная плата, объем продаж и т.п.), дефлированы с использованием индекса потребительских цен, рассчитанного либо по схеме декабрь к декабрю предыдущего года (для запасовых величин типа

задолженности по зарплате на 31 декабря каждого года), либо в среднем за год (для потоковых величин типа выручки от реализации за год). В “финансовой” регрессии при расчете VP мы пользовались усредненными ценами обыкновенных и привилегированных акций за 4 календарных месяца, с мая по август каждого года. При этом мы пользовались не ценами реальных сделок с акциями компаний, а расчетными ценами, представляющими собой, для каждой акции, средние цены спроса и предложения за каждый торговый день. Такое усреднение позволяет сгладить случайные выбросы в динамике цен акций и, кроме того, увеличивает число наблюдений, которое может оказаться недостаточным, если за расчетные цены акций принять цены реально осуществленных сделок за какую-то одну или несколько торговых сессий. Малое число сделок и в целом низкая ликвидность российских акций привели бы к потере значительного числа наблюдений.¹³

Описательная статистика основных переменных, используемых в регрессионном анализе, представлена в Таблице 3. В частности, можно отметить, что в среднем обыкновенные акции российских компаний характеризуются большей ликвидностью, чем привилегированные (Таблица 3).

Таблица 3. Описательная статистика основных переменных, используемых в регрессионном анализе.

Переменная	Среднее	Ст. Откл.	Мин.	Макс.
VP	1.254	0.921	0.029	4.946
Shapley	0.036	0.115	0	0.736
Downer	41.069	17.002	0	95.45
pi_inverted	1.282	0.085	1.003	1.496
LiquidityCommon	0.649	0.272	0.015	0.994
LiquidityPreferred	0.550	0.299	0.010	0.988
Ddividend	0.029	0.042	0	0.191
Wage	57.594	29.247	19.118	173.099
Social	18.215	6.964	7.098	43.610
Dwage	5.098	19.324	-52.843	60.400
Arrears	6.354	4.185	0	24.841
ILO_unemploym	9.679	3.817	0.800	25.500
Reg_wage	36.422	19.220	12.298	129.665
Reg_arrears	303.839	377.364	0.183	2181.106
Sales	7504.032	17275.51	0.003	214370.8

Имеющиеся у нас данные (Таблица 4) также подтверждают выводы предыдущих исследований о том, что для торгуемых российских компаний характерна

¹³ Обсуждение этого метода можно найти в работе Муравьева (Muravyev 2012). Отметим, что данный метод имеет давнюю историю и был использован в целом ряде работ, опубликованных в ведущих международных журналах (см., напр. Guillaume et al. 1997; Lin and Howe 1990).

концентрированная структура собственности (Долгопятава 2004, 2007, 2009; Chernykh 2008 и др.). Анализ показал, что в 90% наблюдений в компаниях выборки имеются контролирующие собственники, в 90% случаев наблюдается наличие контролирующих собственников, 98% наблюдений демонстрируют наличие в Уставе компаний положения о том, что дивиденд по привилегированным акциям не может быть меньше дивиденда по обыкновенным акциям, а в 56% случаев оговорено право вето владельцев привилегированных акций.

Таблица 4. Процент наблюдений ненулевых значений бинарных переменных, используемых в регрессионном анализе.

Название переменной	Процент наблюдений
Control	89.00%
Cont_sh	90.30%
Downer_1	10.10%
Downer_2	40.00%
Downer_3	39.90%
Downer_4	10.00%
Veto_power	56.10%
Dividend10	90.30%
ADR	19.80%
Vote	13.80%
Lower_bound	98.20%
Monopsony	4.30%

РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

В таблице 5 в столбцах А, В, С и D представлены результаты оценивания различных спецификаций эконометрической модели (3) (финансовой регрессии). Эти модели отличаются переменными, характеризующими (аппроксимирующими) вероятность борьбы за контроль в фирмах. Все модели статистически значимы; также значимы коэффициенты при многих регрессорах. Статистически значимые коэффициенты, как правило, имеют ожидаемые знаки. В частности, премия по голосующим акциям ниже в компаниях, имеющих контролирующего собственника (см. Модель В, коэффициент при переменной *Control*). Как и ожидалось, рост ликвидности привилегированных акций связан со снижением премии, а рост ликвидности обыкновенных акций – с ростом премии. Используя результаты оценивания, приведенные в Таблице 5, и выражение (5), мы находим остатки *resid_VP*, которые используем в дальнейшем анализе, интерпретируя их как меру частных выгод контроля (экспроприации акционеров менеджерами или контролирующими собственниками).

Таблица 5. “Финансовые” регрессии, описывающие поведение фирм на рынке капитала.

	A	B	C	D
	ln(VP)	ln(VP)	ln(VP)	ln(VP)
Shapley	0.882***			
Control		-0.490***		
Downer			-0.008***	
Cont_sh				-0.448***
pi_inverted	0.428	0.621	0.364	0.445
LiquidityCommon	0.877***	0.854***	0.876***	0.873***
LiquidityPreferred	-0.993***	-0.948***	-0.945***	-0.942***
Veto_power	-0.020	-0.018	-0.008	0.001
Ddividend	-3.396***	-3.560***	-3.496***	-3.616***
Dividend10	-0.229**	-0.222**	-0.225**	-0.265**
ADR	0.013	-0.014	-0.009	-0.003
Vote	0.082	0.081	0.102	0.083
Lower_bound	0.385	0.326	0.320	0.365
Timedummies	YES	YES	YES	YES
Sectoraldummies	YES	YES	YES	YES
Reg.dummies	YES	YES	YES	YES
Intercept	-0.059	0.465	0.332	0.432
R ²	.48	.49	.48	.48
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000
N	672	672	672	672

Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно. Здесь и далее с целью экономии места в таблице не показаны оценки параметров при временных (Timedummies) отраслевых (Sectoraldummies) и региональных (Reg.dummies) фиктивных переменных.

В Таблице 6 показаны результаты оценивания параметров “трудовых” регрессий, описывающих поведение фирм на рынке труда и соответствующих эконометрической модели (2). Как и в случае с “финансовыми” регрессиями, рассмотрены четыре спецификации этой модели, которые отличаются зависимыми переменными, каждая из которых, тем не менее, отражает один из аспектов поведения фирм на рынке труда – логарифм средней заработной платы, величину просроченной задолженности и т.п. Все модели статистически значимы. Большинство значимых коэффициентов легко интерпретируемы. В частности, коэффициент при переменной $\ln(\text{Reg_wage})$ – логарифм средней заработной платы в регионе, где расположена фирма – положителен. Этот факт можно рассматривать как свидетельство влияния условий локальных рынков труда на политику фирм в области вознаграждения работников. Равным образом, просроченная задолженность по заработной плате в вошедших в выборку компаниях положительно и значимо связана со средним уровнем просроченной задолженности по оплате труда в регионе.

Информация, представленная в Таблице 6, и выражение (4), позволили нам вычислить остатки (*resid_Wage*, *resid_Social*, *resid_Dwage*, *resid_Arrears*), которые были использованы в дальнейшем анализе, для аппроксимации политики менеджмента на рынке труда.

Таблица 6. “Трудовые” регрессии, описывающие поведение фирм на рынке труда.

	A	B	C	E
	ln(Wage)	ln(Social)	Dwage	Arrears
Monopsony	-0.120	-0.179**	-0.017	0.005
ILO_unemploy	0.005	-0.001	-0.021	0.005
ln(Reg_wage)	0.701***	0.629***	-0.036*	-0.003
Reg_arrears	0.002	0.003	-0.001	0.004***
ln(Sales)	0.013	0.016	0.007	0.003*
Power utilities	-0.165***	-0.129*	-0.008	0.010
Metallurgy	-0.630***	-0.433***	0.055***	0.011
Chemical	-0.144	-0.118	0.060	-0.013*
Machine building	-0.464***	-0.356***	0.015	0.005
Light	-0.518**	-0.474***	0.081***	0.006
Transp.&communic.	-0.336***	-0.292***	-0.011	-0.034***
Timedummies	YES	YES	YES	YES
Reg. dummies	YES	YES	YES	YES
Intercept	1.925***	0.939***	-0.166*	0.043
R ²	.76	.64	.44	.40
Prob	0.000	0.000	0.000	0.000
N	672	672	672	672

Примечание: Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно.

Результаты регрессионного анализа для базовой регрессионной модели приведены в таблицах 7-10. Каждая таблица соответствует одному из четырех показателей поведения фирм на рынке труда – размеру заработной платы, величине просроченной задолженности и т.д. В столбце А каждой таблицы показаны результаты оценивания модели, при помощи которой мы предприняли попытку установления связи между поведением фирм на рынке труда, с одной стороны, и поведением на рынке капитала, с другой, при помощи модели парной регрессии. Эта связь оказывается статистически незначимой вне зависимости от используемого показателя, отражающего политику фирм в области оплаты труда.

В столбце В каждой таблицы показаны результаты оценки параметров более сложной модели, в которой предполагается, что связь между поведением фирм на рынке труда, с одной стороны, и поведением на рынке капитала, с другой, может зависеть от структуры контроля в фирме. Для того чтобы учесть влияние структуры контроля, мы включаем в модель фиктивную переменную *Control*, а также перекрестную переменную, равную произведению этой фиктивной переменной и

переменной, описывающей политику фирм по отношению к акционерам *resid_VP*, то есть переменную *resid_VP* Control*.

Таблица 7. Результаты регрессионного анализа: политика фирм в области оплаты труда аппроксимирована средней заработной платой в расчете на одного работника (зависимая переменная – *resid_Wage*).

	A	B	C	D	E
<i>resid_VP</i>	0.004	0.086**	0.097**	0.055	
<i>resid_VP*Control</i>		-0.089*			
Control		0.046			
<i>resid_VP*Cont_sh</i>			-0.100**		
Cont_sh			0.066		
<i>resid_VP* Downer</i>				-0.001	
Downer				0.002*	
<i>resid_VP* Downer_1</i>					0.052
<i>resid_VP* Downer_2</i>					0.001
<i>resid_VP* Downer_3</i>					0.008
<i>resid_VP*Downer_4</i>					-0.019
Intercept	-0.000	-0.042	-0.060	-0.068*	-0.001
Test <i>resid_VP* Downer_1=</i> <i>resid_VP*Downer_4</i>					F=0.74 Prob=0.392
R ²	.00011	.0072	.01	.018	.002
P-value	.818	.115	.021	.173	.885
N	672	672	672	672	672

Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно.

Таблица 8. Результаты регрессионного анализа: политика фирм в области оплаты труда аппроксимирована отчислениями на социальные нужды в расчете на одного работника (зависимая переменная – *resid_Social*).

	A	B	C	D	E
<i>resid_VP</i>	0.009	0.070	0.084**	0.073*	
<i>resid_VP*Control</i>		-0.066			
Control		0.033			
<i>resid_VP*Cont_sh</i>			-0.081*		
Cont_sh			0.055		
<i>resid_VP* Downer</i>				-0.001	
Downer				0.001	
<i>resid_VP* Downer_1</i>					0.049
<i>resid_VP* Downer_2</i>					0.013
<i>resid_VP* Downer_3</i>					0.018
<i>resid_VP*Downer_4</i>					-0.037
Intercept	0.000	-0.030	-0.050	-0.056	-0.001
Test <i>resid_VP* Downer_1=</i> <i>resid_VP*Downer_4</i>					F=1.35 Prob=0.248
R ²	.001	.005	.008	.017	.004
P-value	.587	.385	.095	.148	.660
N	672	672	672	672	672

Примечание: Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно.

Таблица 9. Результаты регрессионного анализа: политика фирм в области оплаты труда аппроксимирована ростом реальной заработной платы в расчете на одного работника (зависимая переменная – *resid_Dwage*).

	A	B	C	D	E
resid_VP	1.250	3.773	3.044	2.165	
resid_VP *Control		-2.716			
Control		2.298			
resid_VP*Cont_sh			-1.882		
Cont_sh			2.719		
resid_VP * Downer				-0.021	
Downer				0.006	
resid_VP * Downer_1					1.394
resid_VP * Downer_2					1.219
resid_VP* Downer_3					0.598
resid_VP *Downer_4					2.404
Intercept	-0.000	-2.072	-2.475	-0.243	0.023
Test resid_VP * Downer_1= resid_VP *Downer_4					F=0.05 Prob=0.830
R ²	.003	.006	.006	.003	.003
P-value	.215	.550	.498	.676	.665
N	672	672	672	672	672

Примечание: Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно.

Таблица 10. Результаты регрессионного анализа: политика фирм в области оплаты труда аппроксимирована величиной задолженности по оплате труда по отношению к фонду заработной платы (зависимая переменная – *resid_Arrears*).

	A	B	C	D	E
resid_VP	-0.350	-2.029***	-2.313***	-1.607**	
resid_VP *Control		1.845**			
Control		-0.392			
resid_VP*Cont_sh			2.141***		
Cont_sh			-0.568		
resid_VP * Downer				0.029*	
Downer				-0.009	
resid_VP * Downer_1					-2.078***
resid_VP * Downer_2					-0.513
resid_VP* Downer_3					-0.038
resid_VP *Downer_4					0.348
Intercept	0.000	0.367	0.536	0.387	0.029
Test resid_VP * Downer_1= resid_VP *Downer_4					F=6.52 Prob=0.012
R ²	.004	.014	.017	.016	.016
P-value	.204	.0456	.007	.125	.064
N	672	672	672	672	672

Знаками *, **, *** отмечены 10, 5, and 1% уровни значимости, соответственно.

Последовательное изучение информации в столбцах таблиц 7-10 показывает, что результаты анализа связи между политикой фирм в области оплаты труда и политикой по отношению к акционерам заметно меняются. Оказывается, что в фирмах, где отсутствует мажоритарный собственник, экспроприация (миноритарных) акционеров (большой размер частных выгод контроля) сопряжена с более высоким уровнем оплаты

труда (см., напр., Таблицу 7, столбец В). В то же время, в компаниях, где имеется контролирующий собственник, такая связь не прослеживается. Более того, сумма коэффициентов при переменных $resid_VP$ и $resid_VP*Control$ в этом случае отрицательная (большему значению частных выгод контроля соответствует более низкий уровень оплаты труда работников). Если бы эта сумма двух коэффициентов значимо отличалась от нуля, мы могли бы говорить о кардинальной смене тенденции в фирмах, где есть контролирующий собственник. Иными словами, получилось бы так, что в фирмах с мажоритарными акционерами имела место экспроприация и акционеров, и работников. Но поскольку сумма коэффициентов незначимо отличается от нуля, мы можем лишь сказать, что в компаниях с мажоритарными акционерами не прослеживается статистически значимой связи между поведением фирм на рынке труда, с одной стороны, и поведением на рынке капитала, с другой.¹⁴ Помимо уровня заработной платы, подобного рода зависимость прослеживается и для величины просроченной задолженности по заработной плате (см. Таблицу 10, столбец В). В компаниях, где нет контролирующего собственника, наблюдается отрицательная корреляция между остатками двух регрессионных моделей первого уровня. Иными словами, рост частных выгод контроля (увеличение премии по голосующим акциям) связан со снижением просроченной задолженности по заработной плате. В тех же компаниях, где имеется мажоритарный собственник, такая связь не прослеживается (сумма коэффициентов при переменных $resid_VP$ и $resid_VP*Control$ остается отрицательной, однако статистически значимо не отличается от нуля).

В столбце С каждой таблицы 7-10 мы рассматриваем другую модификацию модели, где вместо переменной $Control$ использована переменная $Control_sh$. Результаты оценивания модели С очень близки к результатам оценивания модели В (см., например, Таблицу 7). Вновь обнаружена отрицательная корреляция между показателями, характеризующими экспроприацию акционеров и работников, но только в компаниях без мажоритарных владельцев. Иными словами, фирмы без контролирующих собственников, в которых менеджмент получает значительные частные выгоды от обладания контролем, выплачивают работникам более высокое вознаграждение.

¹⁴ Здесь вновь уместно сделать оговорку о том, что отсутствие статистически значимой корреляции остатков в настоящем исследовании нельзя интерпретировать как отсутствие связи между показателями корпоративного управления и политикой фирм в области вознаграждения работников. Оценки тесноты и силы связи смещены к нулю из-за погрешностей измерения (аппроксимации с помощью величин $resid_VP$, $resid_Wage$ и т.п.) остроты корпоративного конфликта и политики фирм в области заработной платы.

В спецификации D с целью описания структуры контроля мы используем переменную *D_owner*, указывающую на разницу в размере пакетов акций двух крупнейших собственников. Предполагается, что если эта разница велика, второму крупнейшему акционеру будет сложно оказывать влияние на политику фирмы, а вероятность перехода контроля над фирмой из рук в руки будет незначительной. Интересные результаты для этой переменной получены в моделях, приведенных в Таблице 10. Интерпретация коэффициентов в этих моделях в целом мало отличается от интерпретации ранее полученных результатов. Структура контроля, как и ранее, имеет решающее значение.

Наконец, в спецификации E, с целью описания структуры контроля над фирмами, мы рассмотрели фиктивные переменные, характеризующие распределение переменной *D_owner*, в частности, попадание ее значений в первый и последний децили распределения, а также между 10 и 50, и между 50 и 90 персентилями. Для переменной, характеризующей величину задолженности по заработной плате (см. Таблицу 10), получены значимые результаты, которые в целом сходны с ранее установленными зависимостями. В частности, оказывается, что рост частных выгод контроля (увеличение премии по голосующим акциям) связан со снижением просроченной задолженности по заработной плате, но только в компаниях, где значения переменной *D_owner* попадают в первый дециль распределения. Иными словами, эта связь прослеживается в компаниях, где два крупнейших собственника обладают примерно равными пакетами акций, и, следовательно, отсутствует контроль со стороны одного мажоритарного акционера. В компаниях, для которых значение переменной *D_owner* принадлежат последнему децилю, то есть в тех, где крупнейший акционер обладает максимальной властью, связь между частными выгодами контроля и просроченной задолженностью по заработной плате становится положительной, однако не является статистически значимой. Если бы эта связь была значима, то были бы основания говорить о том, что контролирующие собственники экспроприируют одновременно как миноритарных акционеров, так и работников компаний.

Мы также провели анализ устойчивости полученных эконометрических выводов к изменениям спецификации моделей, в частности, к модификации списка регрессоров, включая дополнительные переменные, характеризующие рентабельность активов, леверидж и логарифм капиталоемкости компаний. Результаты анализа в целом мало отличаются от результатов, приведенных в Таблицах 7–10. Как и прежде, обнаружена отрицательная корреляция между показателями, характеризующими экспроприацию

акционеров и работников, но только в компаниях, где отсутствуют акционеры, владеющие контрольными пакетами акций.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Проведенный в настоящей работе эмпирический анализ данных по российским акционерным обществам с двумя типами акций за 1997-2006 гг. позволяет сделать вывод о том, что практика корпоративного управления в российских компаниях связана с их поведением на рынке труда. В частности, результаты регрессионного анализа показывают, что работники компаний с серьезными проблемами в корпоративном управлении могут быть в относительно более благоприятном положении, чем работники прочих фирм, с менее выраженным конфликтом между (миноритарными) акционерами и менеджерами (контролирующими собственниками). Это можно интерпретировать в том свете, что менеджеры, пытающиеся извлекать частные выгоды контроля и экспроприировать акционеров, вынуждены прибегать к более щедрой политике в области занятости и заработной платы. Важно отметить, что эта связь отчетливо прослеживается только в компаниях с относительно размытой структурой контроля, то есть там, где менеджмент располагает большей свободой действий, и не связан жесткими обязательствами перед крупными акционерами. Напротив, в фирмах, имеющих мажоритарного акционера, четкая связь между извлечением частных выгод контроля и политикой в сфере занятости и заработной платы не прослеживается.

Интересно, что полученные нами результаты вписываются в общую картину борьбы за контроль над российскими приватизированными предприятиями в середине 1990-х годов, в частности между «красными директорами» и внешними инвесторами и с активным вовлечением в этот процесс работников предприятий. Наши выводы также хорошо согласуются с результатами ряда работ, проведенных в последние годы на американских и шведских данных. Например, они близки к результатам исследований Бертрана и Мюллэнатана (Bertrand and Mullainathan 1999, 2003), Атанасова и Кима (Atanassov and Kim 2009), а также Кронквиста и др. (Cronqvist et al. 2009).

В заключение подчеркнем, что настоящая статья – всего лишь первый, хотя и важный, шаг к пониманию специфики взаимоотношений акционеров, менеджеров и работников в российских компаниях на современном этапе их развития. Вне всякого сомнения, затронутые вопросы заслуживают дальнейшего изучения с использованием новых данных, методов и инструментов анализа.

ИСТОЧНИКИ (ЛИТЕРАТУРА)

- Авдашева С., Голикова В., Долгопятова Т., Яковлев А. (2005) Крупные новые компании (“бизнес-группы”) в российской переходной экономике: состояние проблемы в экономической литературе. Препринт WP1/2005/09. – ГУ ВШЭ.
- Афанасьев М., Кузнецов П., Фоминых А. (1997) Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994-1996 гг.). Вопросы экономики (5): 84-101.
- БЭА (2001) Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. Аналитический отчет по проекту. Руководитель — Б. Кузнецов. М.: Бюро экономического анализа.
- Голикова В., Долгопятова Т., Симачев Ю., Яковлев А. (2004) Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление: российский опыт. В сб. “Конкурентоспособность и модернизация экономики”, кн.1. Под ред. Е.Ясина. М.: изд. дом ГУ ВШЭ.
- Долгопятова Т. (2004) Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. Российский журнал менеджмента 2 (2): 3–26.
- Долгопятова Т. (2007) Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? Российский журнал менеджмента 5 (3): 27-52.
- Долгопятова Т. (2009) Изменение структуры собственности на предприятиях обрабатывающей промышленности (по данным мониторинга)//Вопросы экономики 12: 101-111
- Долгопятова Т., Ивасаки И., Яковлев А. (2007) Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. М.: ГУ-ВШЭ.
- Капелюшников Р. (2001) Собственность и контроль в российской промышленности. Вопросы экономики (12): 103-124.
- Кузнецов П., Муравьев А. (2000) Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (анализ “голубых фишек” фондового рынка). Экономический журнал ВШЭ 4 (4): 475-504.
- Ружанская Л. (2008) Феномен российской корпорации, или еще раз о ценности эмпирических исследований. Российский журнал менеджмента 6 (3): 145-154.
- Шаститко А., Радченко Т. (2008) Механизмы корпоративного управления: место акционерных соглашений. Вопросы экономики 10: 49-61.
- Aguilera R. and Jackson G. (2003) The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants, *Academy of Management Review* 28(3): 447-465.
- Atanassov J. and Kim E. (2009) Labor and Corporate Governance: International Evidence from Restructuring Decisions, *Journal of Finance* 64 (1): 341-374.
- Barclay M. and Holderness C. (1989) Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics* 25 (2): 371-395.

- Berezinets, I., Ilina, Y., and Muravyev, A. (2011) CEO and Board Characteristics as Determinants of Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange, IZA Discussion Paper No. 6256, Institute for the Study of Labor (IZA).
- Bertrand M. and Mullainathan S. (1999) Is There Discretion In Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation, *RAND Journal of Economics* 30: 535-554.
- Bertrand M. and Mullainathan S. (2003) Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences, *Journal of Political Economy* 111: 1043-1075.
- Boycko M., Shleifer A. and Vishny R. (1995) *Privatizing Russia*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Boycko M., Shleifer A. and Vishny R. (1996). A theory of Privatization, *Economic Journal* 106: 309–319.
- Boycko M., Shleifer A., and Vishny R. (1994) Voucher Privatization, *Journal of Financial Economics* 35: 249-266.
- Brainerd E. (2002) Five Years Later: the Impact of Mass Privatization on Wages in Russia, 1993-1998, *Journal of Comparative Economics* 30: 160-190.
- Buck T., Filatotchev I. and Wright M. (1998) Agents, Stakeholders, and Corporate Governance in Russian Firms, *Journal of Management Studies* 35: 81–104.
- Buck T., Filatotchev I., Wright M. and Zhukov V. (1999) Corporate Governance and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR, *Journal of Comparative Economics* 27: 459-474.
- Charreaux G. and Desbrieres P. (2001) Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value, *Journal of Management and Governance* 5: 107-128.
- Chernykh L. (2008) Ultimate Ownership and Control in Russia, *Journal of Financial Economics* 88: 169-192.
- Cronqvist H., Heyman F., Nilsson M., Svaleryd H. and Vlachos J. (2009) Do Entrenched Managers Pay Their Workers More? *Journal of Finance*, 64 (1): 309-339.
- De Jong A., DeJong D., Mertens G. and Roosenboom P. (2007) Investor Relations, Reputational Bonding, and Corporate Governance: the Case of Royal Ahold, *Journal of Accounting and Public Policy* 26: 328-375.
- De Jong A., DeJong D., Mertens G. and Wasley C. (2005) The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications From the Netherlands, *Journal of Corporate Finance* 11: 473-503.
- Dharwadkar R., George B. and Brandes P. (2000) Privatization in Emerging Economies: an Agency Theory Perspective, *Academy of Management Review* 25: 650-669.
- Dolgopiatova T. (2007) Ownership Concentration and Russian Company Development, *Problems of Economic Transition* 50 (5): 7-23.
- Dyck A. and Zingales L. (2004) Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance* 59 (2): 537-600.
- Dyck A., Volchkova N. and Zingales L. (2008) The Corporate Governance Role of the Media: Evidence From Russia, *Journal of Finance* 53 (3): 1093-1135.

- Earle J. and Estrin S. (1996) Employee Ownership in Transition. In: R. Frydman, C.W. Gray and A. Rapaczynsky (Eds.), *Corporate Governance in Russia: Vol. 2, Insiders and the State*. London: World Bank/CEU Press.
- Ecchia G., Gelter M. and Pasotti M. (2009) *Corporate Governance, Corporate and Employment Law, and the Costs of Expropriation*. ECGI Working Paper Series in Law. Law Working Paper #128/2009.
- Filatotchev I., Wright M. and Bleaney M. (1999) Privatization, Insider Control and Managerial Entrenchment in Russia, *Economics of Transition* 7: 481-504.
- Filatotchev I., Wright M., Buck T. and Zhukov V. (1999) Corporate Entrepreneurs and Privatized Firms in Russia, Ukraine, Belarus, *Journal of Business Venturing* 14: 475-492.
- Goetzmann W., Spiegel M. and Ukhov A. (2003) *Modeling and Measuring Russian Corporate Governance: The Case of Russian Preferred Common Shares*. NBER Working Paper No. 9469, NBER.
- Guillaume, D., M. Dacorogna, R. Daver, U.Muller, R. Olsen, and O. Pictet (1997) From the Bird's Eye to the Microscope: A Survey of New Stylized Facts of the Intra-daily Foreign Exchange Markets, *Finance and Stochastics*, 1: 95–129.
- Hare P. and Muravyev A. (2003) Privatization in Russia, in: Parker D. and Saal D.(eds.). *International Handbook on Privatization*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
- Kim E. and Ouimet P. (2008) *Employee Capitalism Or Corporate Socialism? Broad-based Employee Stock Ownership*. Working paper, University of Michigan.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F. and Shleifer A. (2006) What Works in Securities Laws? *Journal of Finance* 61: 1-32.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113– 1155.
- Landier A., Nair V. and Wulf J. (2009) Trade-offs In Staying Close: Corporate Decision Making and Geographic Dispersion, *Review of Financial Studies* 22 (3): 1119-114
- LaPorta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58: 3–27.
- Lehmann H. and Muravyev A. (2012) Labor Market Institutions and Labor Market Performance: What Can We Learn from Transition Countries? *Economics of Transition*, 20(2): 235-269.
- Lin, J-C, and J. Howe (1990) Insider Trading in the OTC Market, *Journal of Finance*, 45: 1273–84.
- Luke P. and Schaffer M. (2000) *Wage Determination in Russia: an Econometric Investigation*. Working Paper # 295. Ann Arbor: MI. William Davidson Institute.
- Morck R., Wolfenzon D. and Yeung, B. (2005) Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth, *Journal of Economic Literature* 633: 655-720.
- Mueller H. and Philippon T. (2006) *Family Firms, Paternalism, and Labor Relations*. NBER working paper 12739.

- Muravyev A. (2009) Dual Class Stock in Russia: Explaining a Pricing Anomaly, *Emerging Markets Finance and Trade* 45 (2): 39-61.
- Muravyev A. (2012) Investor Protection and the Value of Shares: Evidence from Statutory Rules Governing Variations of Shareholders' Class Rights in an Emerging Market, *Journal of Law, Economics, and Organization*, *forthcoming*, doi: 10.1093/jleo/ews001.
- Nenova, T. (2003) The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 68: 325–351.
- Nickell S. (1997) Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America, *Journal of Economic Perspectives* 11 (3): 55-74.
- Nuti M. (1995) Employeeism: Corporate Governance and Employee Ownership in Transitional Economies. Mimeo, London Business School.
- OECD (2009) OECD statistics, <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.
- Pagano M. and Volpin P. (2005a) Managers, Workers and Corporate Control, *Journal of Finance* 60: 841-868.
- Pagano M. and Volpin P. (2005b) The Political Economy of Corporate Governance, *American Economic Review* 95: 1000-1030.
- Pagano M. and Volpin P. (2008) Labor and finance. Mimeo, London Business School.
- Peng M., Buck T. and Filatotchev I. (2003) Do Outside Directors and New Managers Help Improve Firm Performance? An Exploratory Study in Russian Privatization, *Journal of World Business* 38: 348-360.
- Rauch J. (2006) Own Company Stock in Defined Contribution Pension Funds: A Takeover Defense? *Journal of Financial Economics* 81 (2): 379-410.
- Shleifer A. and Vishny R. (1997) A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 (2): 737–783.
- Willer D. (1997) Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia. Center for Economic Performance. Working Paper No. 343.
- Young M., Peng M., Alhstrom G., Bruton G. and Giang Y. (2008) Corporate Governance in Emerging Economies: a Review of the Principal-Principal Perspective, *Journal of Management Studies* 45: 196-220.
- Zingales L. (1994) The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *Review of Financial Studies* 7 (1): 125-148.
- Zingales L. (1995) What Determines the Value of Corporate Votes? *Quarterly Journal of Economics* 110 (4): 1047-1073.