

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ И ПОЛИТИКА ФИРМ В ОБЛАСТИ ЗАНЯТОСТИ И ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ

А. А. МУРАВЬЕВ, И. В. БЕРЕЗИНЕЦ, Ю. Б. ИЛЬИНА

Высшая школа менеджмента СПбГУ

В статье анализируется 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 «цена 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, т. е. 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.

Ключевые слова: корпоративное управление, корпоративные конфликты, политика фирмы в области занятости и заработной платы.

Финансовая поддержка данного проекта осуществлена Московским общественным научным фондом (МОНФ) за счет средств, предоставленных Агентством США по международному развитию (USAID), грант 11/1-09. Точка зрения, отраженная в статье, может не совпадать с точкой зрения USAID или МОНФ. Авторы выражают благодарность В. Е. Гимпельсону, Т. Г. Долгопятовой, И. В. Осколкову, К. Шпренгеру, а также участникам XI 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 VII 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.

© А. А. Муравьев, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, 2012

Большинство экономистов согласится 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 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, Volpin, 2008], одни из ведущих исследователей в этой пограничной области, сложившееся разделение экономической науки на отдельные поддисциплины, хотя и способствует прогрессу в их рамках, все же 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 90-е гг. XX 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 десяти-

тилете он в значительной мере сместился к вопросам защиты (миноритарных) акционеров российских компаний от оппортунизма менеджмента и мажоритарных собственников, т. е. 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 протivостояния 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. Например, 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 струк-

турой контроля, т. е. 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, т. е. затрагивать

¹ Трудовое и корпоративное законодательства играют важную роль в экономиках индустриальных стран. Законодательная защита инвесторов является важнейшим элементом национальных систем корпоративного управления [Shleifer, Vishnu, 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, Muravyev, 2012]).

национальные системы корпоративного управления (см., напр.: [Bertrand, Mullainathan, 1999; Atanassov, Kim, 2009]).

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 выдвигает 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, 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 как основных поставщиков человеческого капитала. Таким образом, интересам крупного акционера соответствует обеспечение определенных гарантий работникам, в частности гарантии от экспроприации их ренты [Aguilera, Jackson, 2003].

Большой интерес представляет теоретическая работа [Ecchia, Gelter, Pasotti, 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 мене-

джеров 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 работе [Ecchia, Gelter, Pasotti, 2009] 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. Иными словами, 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 [Bertrand, Mullainathan, 1999; 2003] показано, что регулирование рынка корпоративного контроля влияет на уровень вознаграждения работников. Эти авторы обнаружили 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 авторы [Atanassov, Kim, 2009] обнаружили, что сильная законодательная поддержка профсоюзного движения защищает не только работников, но 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. В работе [Pagano, Volpin, 2005a] авторы, развивая идеи 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 исследовании [Pagano, 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 [Rauch, 2006; Kim, Ouimet, 2008], анализирующих программы участия работников в капитале фирм (ESOP).

Важно отметить, что часть доступных менеджерам частных выгод контроля напрямую связана с политикой занятости. Так, авторы работы [Landier, Nair, 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, находящихся в непосредственной близости от штаб-квартир компаний.

К схожим выводам пришли авторы работы [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 политики российских фирм в отношении занятости и

вознаграждения работников. Однако, несмотря на наличие обширной литературы по каждой из этих проблематик, практически отсутствуют исследования, в центре внимания которых находятся комплексные взаимоотношения акционеров, менеджеров и работников в российских компаниях. Исключение составляет небольшое число появившихся в основном в 1990-е гг. работ, рассматривающих эти вопросы в контексте российской приватизации и, как правило, делающих 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 отмечается 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., напр.: [Boysko, Shleifer, Vishny, 1995]).

С начала 1990-х гг. 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 получила точка зрения о том,

что в результате приватизации по-российски так и не был сформирован институт эффективных собственников [Boysko, Shleifer, Vishny, 1994]. В защиту этого мнения приводился ряд аргументов, в частности распыленность акционерного капитала, некомпетентность новых собственников в вопросах корпоративного управления, а также наличие специфических интересов 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]. Однако положительная связь в ряде случаев объяснялась фактором эндогенности — отбором работниками наиболее привлекательных предприятий в ходе приватизации [Кузнецов, Муравьев, 2000; БЭА, 2001].

Многочисленные исследования того периода обращали внимание на двойственность статуса лиц, являвшихся одновременно работниками и акционерами в компании. Как работники, они были заинтересованы в сохранении своих рабочих мест и росте заработной платы, а как акционеры — в получении дивидендов на акции. Оказалось, что приоритетом для работников-акционеров стали именно гарантии занятости и роста заработной платы [Peng, Buck, Filatotchev, 2003], при этом дополнительный доход за счет статуса акционера играл второстепенную роль.³ Большинство работников было фактически привязано к своим рабочим местам не только из-за того, что они давали гарантии получения дохода в условиях экономического кризиса и роста безработицы, но также вследствие иных выгод, предоставляемых предприятиями (жилье и другие виды социального обеспечения). Иными словами,

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 [Boysko, Shleifer, Vishny, 1994].

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

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, Vishny, 1996].

В ряде работ внимание акцентировалось 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, Estrin, 1996]. Эта неоднородность объяснялась возрастными различиями между работниками, их занятостью в разных подразделениях, а также 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, Wright, 1998].

О неспособности работников-акционеров контролировать менеджмент фирм свидетельствует ряд эмпирических исследований. Уже в работе [Earle, Estrin, 1996] было отмечено, 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 [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 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 оперировались с работниками с целью сохранения инсайдерского контроля [Filatotchev, Wright, 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 принадлежавших им акций, получившим определенное распространение в 1990-е гг., стали акционерные соглашения. По этим соглашениям работники предприятий, зачастую мало осведомленные о своих правах акционеров, передавали акции в доверительное управление директору (менеджерам). Ряд соглашений вообще запрещал продажу 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 только на добровольной основе [Шаститко, 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 ее размере при заданном уровне занятости. В результате работники приватизированных предприятий соглашались с низким уровнем оплаты труда в обмен на сохранение высокого уровня занятости [Luke, Schaffer, 2000].

Значительный интерес представляет работа [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, чем на государственных предприятиях, 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 гг. на российских приватизированных предприятиях четко

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

прослеживалось снижение доли акций работников в капитале. Отчасти это было обусловлено «естественной дегенерацией» собственности работников, тем, что с течением времени работники неизбежно покидают фирму и становятся внешними инвесторами. Другой причиной снижения доли работников была продажа ими акций 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 снижалась и роль трудового коллектива 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 того, на предприятия приходили новые собственники, не связанные какими-либо обязательствами с трудовыми коллективами [Голикова и др., 2004].

Таким образом, к середине первого десятилетия XXI в. феномен инсайдерского контроля, порожденный российской моделью приватизации, в значительной мере был изжит. Не случайно работы последних лет (см., напр.: [Долгопятова и др., 2007]) отходят от традиционной для 1990-х гг. 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 [Ру-

жанская, 2008]. В то же время на основе масштабных обследований российских корпораций авторы [Долгопятова и др., 2007] пришли к выводу о том, что в компаниях внутри бизнес-групп происходит постепенный отход от практики совмещения функций управления и владения с переходом к модели разделения этих функций, формированию 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., напр.: [Dyck, Volchkova, 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, Wolfenzon, Yeung, 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, George, Brandes, 2000; Young et al., 2008].

МЕТОДОЛОГИЯ

Вопросы измерения

Важнейшей методологической проблемой настоящего исследования выступает *измерение остроты корпоративных конфликтов между акционерами и менеджерами, а также отдельными группами акционеров*. С целью измерения масштаба корпоративных конфликтов мы используем концепцию «частных выгод контроля». Данный подход базируется на работах ведущих зарубежных экономистов — специалистов по корпоративному управлению, активно применяющих эту концепцию в теоретических и эмпирических исследованиях. Так, согласно авторам [Dyck, Zingales, 2004], частные выгоды контроля являются одним из краеугольных камней современной литературы по корпоративным финансам. В случае когда удается 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 них (так называемый метод «цены права голоса») основан на сопоставлении цен голосующих и неголосующих акций в компаниях, выпустивших в обращение 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, Holderness, 1989].

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

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 из-за особенностей российской приватизации. Таким 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 (см., напр.: [Willer, 1997; Goetzmann, Spiegel, Ukhov, 2003; Muravyev, 2009; Berезинets, Ilina, Muravyev, 2011; 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 (см., 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 величине премии по голосующим акциям. С нашей точки зрения, именно в ней в качестве трудноотделяемой в силу большой зашумленности составляющей как раз и содержится информация, отражающая практику корпоративного управления и политику фирм в области вознаграждения работников.

В связи с этим первая часть нашего эмпирического исследования нацелена на выделение информации, необходимой для построения основной модели исследования. Для этого мы построили две вспомогательные эконометрические модели, а затем, используя результаты их оценивания, перешли к эконометрической модели, с помощью которой смогли сделать определенные предположения и выводы о взаимосвязи корпоративного управления и политики 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 и привилегированных акций (подр. см.: [Hare, Muravyev, 2003]).

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

- 1) построения регрессионных моделей первого уровня (которые условно названы нами «трудовой» и «финансовой» регрессией), описывающих поведение фирм на рынке труда и цену права голоса соответственно;
- 2) построения 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:

$$\begin{aligned} Labor_{it} &= \gamma_0 + \mathbf{Z}_{it}\boldsymbol{\gamma} + u_{it}, \\ i &= 1, \dots, N; t = 1, \dots, T. \end{aligned} \quad (2)$$

Зависимая переменная $Labor_{it}$ — это переменная, отражающая политику компании в области оплаты труда. В частности, в качестве такой переменной могут выступать следующие характеристики фирм: уровень заработной платы, уровень социальных расходов на одного работника или же задолженность по заработной плате. В уравнении (2) γ_0 — скалярная величина, $\boldsymbol{\gamma} = (\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_k)$ — вектор подлежащих оцениванию неизвестных параметров. Вектор $\mathbf{Z}_{it} = (z_{1it}, z_{2it}, \dots, z_{kit})$ — 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 нашем 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, например, в Карачаево-Черкесии не будут платить своим сотрудникам заработные платы, характерные для Москвы).⁸

Переменная u_{it} в модели «трудовой» регрессии предполагается случайной и предстативной 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:

$$\begin{aligned} VP_{it} &= \alpha_0 + \mathbf{X}_{it}\boldsymbol{\alpha} + v_{it}, \\ i &= 1, \dots, N; t = 1, \dots, T. \end{aligned} \quad (3)$$

Зависимая переменная VP_{it} — это цена права голоса или, иными словами, премия по голосующим акциям компаний, косвенно характеризующая величину частных выгод контроля. В уравнении (3) использованы следующие обозначения: α_0 — скалярная величина, $\boldsymbol{\alpha} = (\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_l)$ — вектор оцениваемых параметров, $\mathbf{X}_{it} = (x_{1it}, x_{2it}, \dots, x_{lit})$ — вектор независимых переменных, потенциально влияющих на цену права голоса. В качестве таких переменных

⁸ Отметим также, что в анализируемую «трудовую» регрессию, равно как и в рассмотренную ниже «финансовую», 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 1990–2000-х гг.

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 уравнениях (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, 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 (см., 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 отмечалось в начале 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 при-

бегнуть 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 Кроме того, 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), т. е. для величин, которые мы обозначили как $resid_Labor_{it}$ и $resid_VP_{it}$.

Таким образом,

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

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

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

Базовая модель второго уровня имеет вид

$$\begin{aligned} resid_Labor_{it} = & \beta_0 + \beta_1 resid_VP_{it} + \\ & + \beta_2 resid_VP_{it} \cdot Control_{it} + \\ & + \beta_3 Control_{it} + z_{it}. \end{aligned} \quad (6)$$

В этой модели величина $resid_Labor_{it}$ выступает в качестве зависимой переменной, а величина $resid_VP_{it}$ — независимой переменной. В уравнении (6) через β_k ($k = 0, \dots, 3$) обозначены неизвестные параметры, через z_{it} — случайная величина (регрессионный остаток). $Control_{it}$ — переменная, с помощью которой мы анализируем влияние структуры контроля в фирме на вза-

⁹ Подробное обсуждение детерминантов премии по голосующим акциям в России можно найти в работе [Muravuev, 2009].

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

имосвязь между корпоративным управлением и политикой фирмы в области оплаты труда.

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

$$\begin{aligned} resid_Wage_{it} = & \beta_0 + \beta_1 resid_VP_{it} + \\ & + \beta_2 resid_VP_{it} \cdot Control_{it} + \\ & + \beta_3 Control_{it} + z_{it}. \end{aligned} \quad (7)$$

В уравнении (7) через $resid_Wage_{it}$ обозначены остатки модели «трудовой» регрессии для случая, когда в качестве зависимой переменной 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.

Данные 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 г.¹¹ Выбор РТС (а не ММВБ или

какой-либо другой торговой площадки) обусловлен более широким охватом российских компаний этой биржей, где уже с конца 1990-х гг. торговалось более сотни компаний с двумя типами акций. В целом за период с 1997 по 2006 г. в системе РТС торговалось 248 таких компаний, что дает 1074 потенциальных наблюдения 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 (<http://www.skrin.ru> и <http://spark.interfax.ru>). Ввиду неполноты данных по многим компаниям, а также из-за 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, федеральным округам и времени. Как нетрудно заметить, в выборке доминируют предприятия телекоммуникационной отрасли, электроэнергетики, нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей промышленности (рис. 1). Вошедшие в выборку предприятия расположены во всех федеральных округах. При этом наиболее высоки доли Центрального и Поволжского федеральных округов (рис. 2). Наибольшее число наблюдений приходится на 1998, 2000 и 2001 гг. (рис. 3).

На рис. 4 показана средняя заработная плата работников на вошедших в выборку

числа. На развивающемся фондовом рынке России листинг на бирже далеко не всегда означал активную торговлю акциями.

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.

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. количество компаний, с обыкновенными и привилегированными акциями которых совершались сделки, не превышало и половины этого

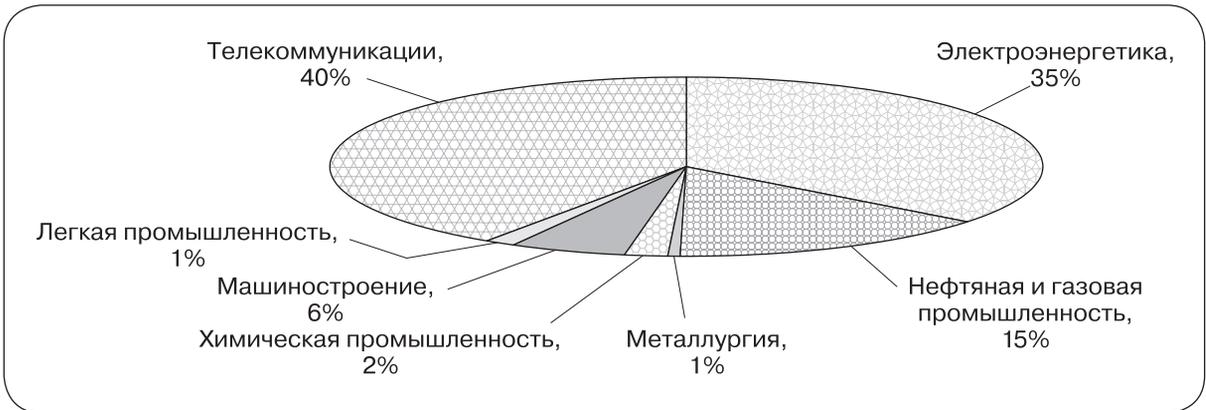


Рис. 1. Распределение наблюдений по отраслям

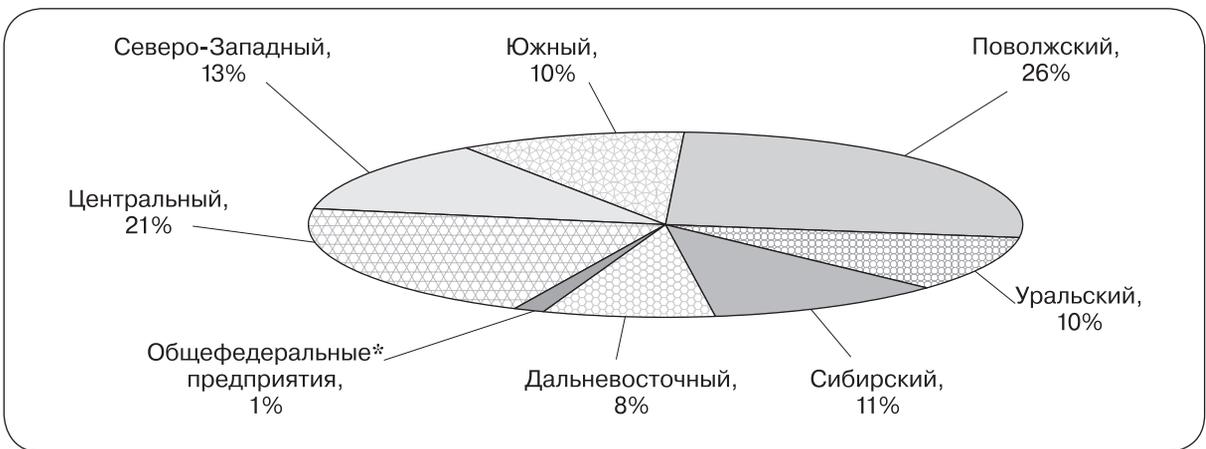


Рис. 2. Распределение наблюдений по федеральным округам

Примечание: * — холдинговые компании, основные производственные единицы которых расположены в разных федеральных округах.

фирмах в ценах 2000 г. Представленные данные о заработной плате согласуются с тенденцией падения реальной зарплаты в России в 1998–1999 гг. вследствие кризиса 1998 г. и наблюдавшимся после 2000 г. увеличением заработной платы по мере выхода экономики на траекторию устойчивого роста.

Средние отчисления на социальные нужды на 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 от-

личие 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. 6 демонстрирует изменение реальной заработной платы по сравнению с предшествующим годом, а рис. 7 — среднегодовую задолженность по заработной плате в процентном отношении к фонду оплаты труда в среднем по вошедшим в выборку фирмам.

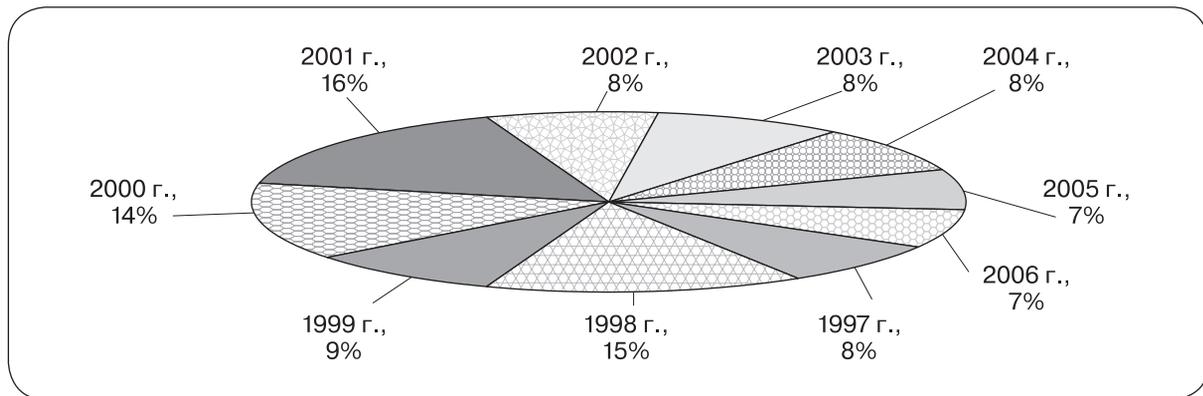


Рис. 3. Распределение наблюдений по времени (с 1997 по 2006 г.)

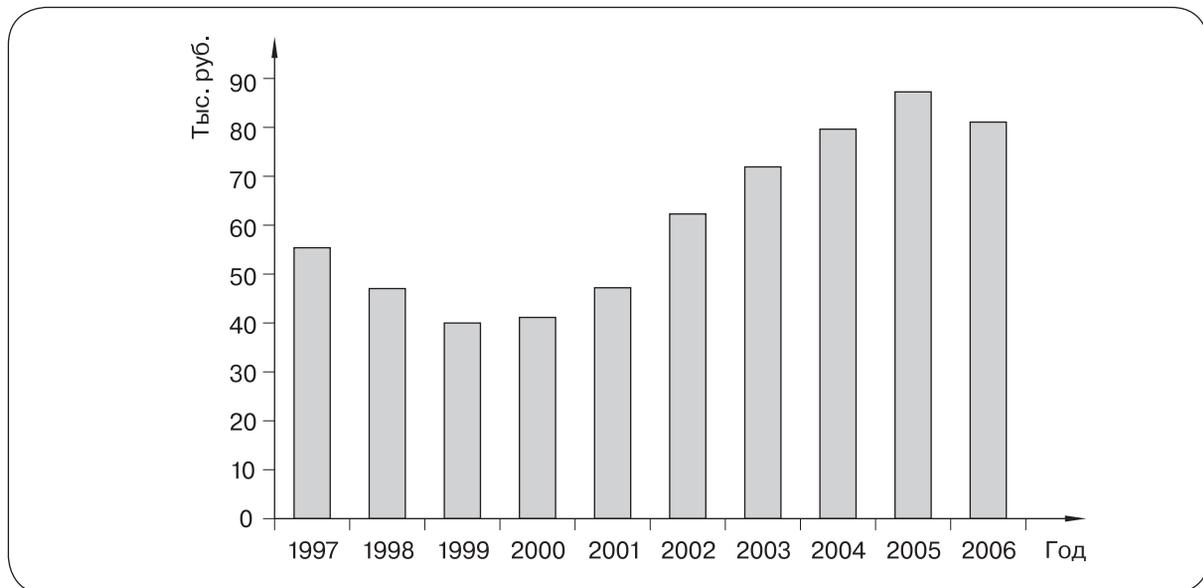


Рис. 4. Средняя заработная плата работников фирм, вошедших в выборку (в ценах 2000 г.)

В целом данные по компаниям выборки согласуются с общей тенденцией эволюции российского рынка труда.

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

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 переменных запаса

типа задолженности по зарплате на 31 декабря каждого года), либо в среднем за год (для переменных потока типа выручки от реализации за год). В «финансовой» регрессии при расчете VP мы пользовались усредненными ценами обыкновенных и привилегированных акций за четыре календарных месяца, с мая по август каждого года. При этом мы брали не цены реальных сделок с акциями компаний, а расчетные цены, представляющие собой для каждой акции средние цены спроса и предложения за каждый торговый день. Такое

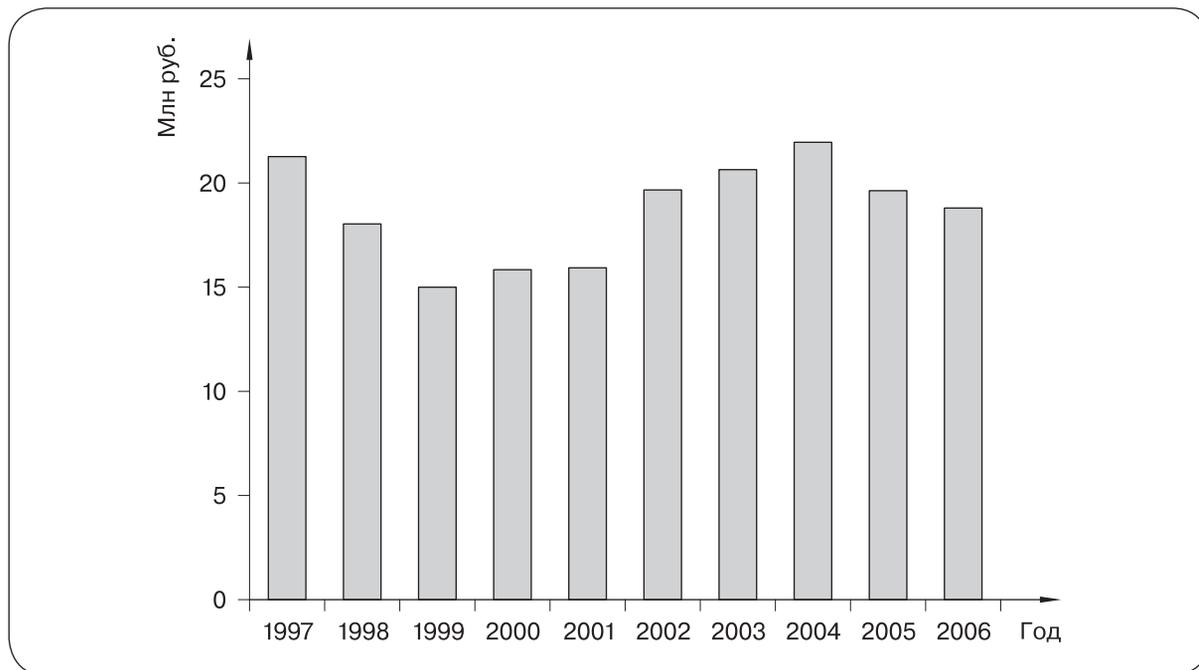


Рис. 5. Средние отчисления на социальные нужды в фирмах, вошедших в выборку (в ценах 2000 г.)

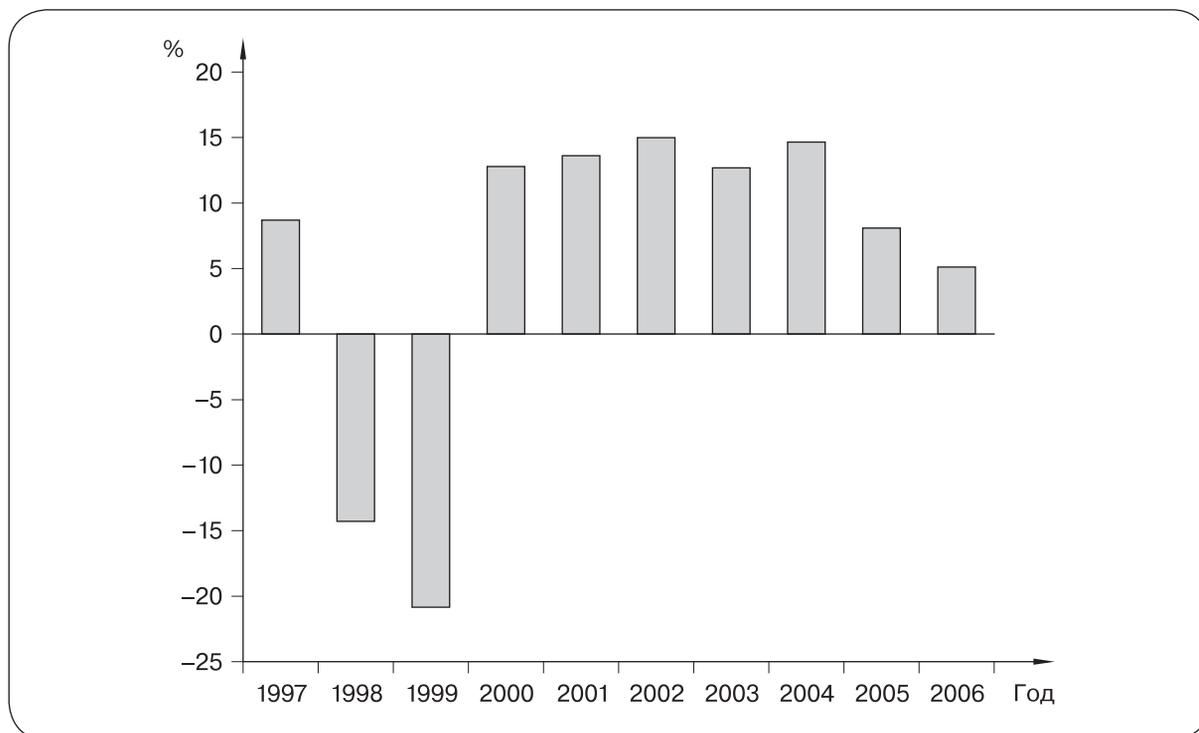


Рис. 6. Прирост реальной заработной платы по сравнению с предшествующим годом, %

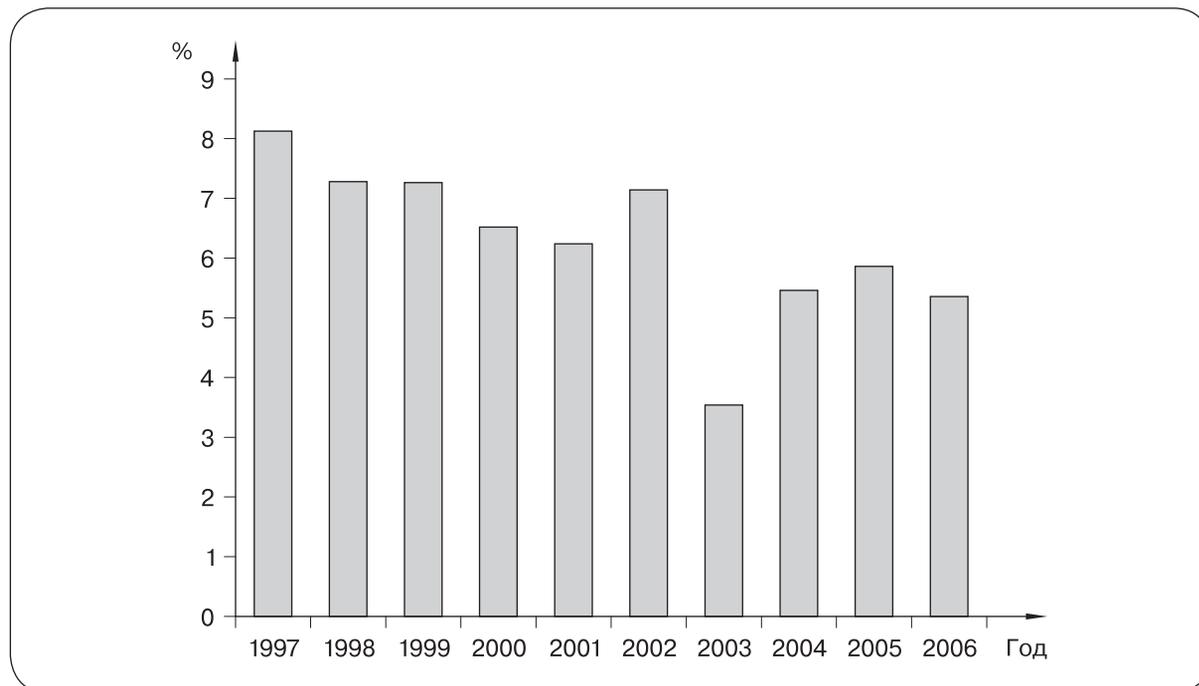


Рис. 7. Средняя задолженность по заработной плате, % от фонда оплаты труда

Таблица 1

Описание основных переменных, используемых в модели (2) («трудовая» регрессия)

Переменная	Описание
<i>Зависимые переменные</i>	
<i>Wage</i>	Средняя заработная плата в тыс. руб. (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. руб. (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, %
<i>Независимые переменные</i>	
<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)

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>VP</i>	Премия по голосующим акциям
<i>Независимые переменные</i>	
<i>Shapley</i>	Величина Шепли (Shapley value)
<i>Control</i>	Бинарная переменная, равная 1, если в компании есть акционер, владеющий пакетом (50% + 1) акция, и равная 0, если такого акционера не было
<i>Cont_sh</i>	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 более 20%. В противном случае переменная равна 0
<i>Downer</i>	Разница в количестве голосов (проценте голосующих акций) двух крупнейших собственников
<i>Downer_1</i>	Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной <i>Downer</i> находится в первом дециле распределения, и равная 0, если это не так
<i>Downer_2</i>	Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной <i>Downer</i> находится между 10 и 50 персентилями распределения, и равная 0, если это не так
<i>Downer_3</i>	Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной <i>Downer</i> находится между 50 и 90 персентилями распределения, и равная 0, если это не так
<i>Downer_4</i>	Бинарная переменная, равная 1, если значение переменной <i>Downer</i> находится в последнем дециле распределения, и равная 0, если это не так
<i>pi_inverted</i>	Величина, обратная к доле обыкновенных акций в капитале компании
<i>LiquidityCommon</i>	Переменная, характеризующая ликвидность обыкновенных акций. Значения переменной рассчитывались по данным о ценах покупки и продажи следующим образом: $LiquidityCommon = \frac{P_{Cask} - P_{Cbid}}{(P_{Cask} + P_{Cbid})/2}$
<i>LiquidityPreferred</i>	Переменная, характеризующая ликвидность привилегированных акций. Значения переменной рассчитывались по данным о ценах покупки и продажи следующим образом: $Liquidity Preferred = \frac{P_{Pask} - P_{Pbid}}{(P_{Pask} + P_{Pbid})/2}$
<i>Veto_power</i>	Бинарная переменная, равная 1 для компаний, дающих право вето владельцам привилегированных акций, и равная 0, если это не так
<i>Ddividend</i>	Отношение разности величины дивидендов по привилегированным и обыкновенным акциям к цене привилегированных акций
<i>Dividend10</i>	Бинарная переменная, равная 1, если устав компании предусматривает направление 10% чистой прибыли на выплату дивидендов по привилегированным акциям, и равная 0, если это не так
<i>ADR</i>	Бинарная переменная, равная 1 для компаний, выпустивших АДР, и равная 0, если компания их не выпускала
<i>Vote</i>	Бинарная переменная, равная 1 для компаний, где привилегированные акции наделены правом голоса из-за невыплаты дивидендов, и равная 0, если это не так
<i>Lower_bound</i>	Бинарная переменная, равная 1 для компаний, где дивиденд по привилегированным акциям не может быть меньше дивидендов по обыкновенным акциям, и равная 0, если это не так

Таблица 3

Описательная статистика основных переменных, используемых в регрессионном анализе

Переменная	Среднее	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>VP</i>	1,254	0,921	0,029	4,946
<i>Shapley</i>	0,036	0,115	0	0,736
<i>Downer</i>	41,069	17,002	0	95,45
<i>pi_inverted</i>	1,282	0,085	1,003	1,496
<i>LiquidityCommon</i>	0,649	0,272	0,015	0,994
<i>LiquidityPreferred</i>	0,550	0,299	0,010	0,988
<i>Ddividend</i>	0,029	0,042	0	0,191
<i>Wage</i>	57,594	29,247	19,118	173,099
<i>Social</i>	18,215	6,964	7,098	43,610
<i>Dwage</i>	5,098	19,324	-52,843	60,400
<i>Arrears</i>	6,354	4,185	0	24,841
<i>ILO_unemploy</i>	9,679	3,817	0,800	25,500
<i>Reg_wage</i>	36,422	19,220	12,298	129,665
<i>Reg_arrears</i>	303,839	377,364	0,183	2181,106
<i>Sales</i>	7504,032	17275,51	0,003	214370,8

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 табл. 3. В частности, можно отметить, что в среднем обыкновенные акции российских компаний характеризуются большей ликвидностью, чем привилегированные.

Имеющиеся у нас данные (табл. 4) также подтверждают выводы предыдущих ис-

следований о том, что для торгуемых российских компаний характерна концентрированная структура собственности (см., напр.: [Долгопятова, 2004; 2007; 2009; Chernykh, 2008] и др.). Анализ показал, что в 90% наблюдений в компаниях выборки имеются контролирующие собственники, 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.

РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

В табл. 5 в столбцах моделей А, В, С и D представлены результаты оценивания различных спецификаций эконометрической модели (3) («финансовой» регрессии). Эти модели отличаются переменными, характеризующими (аппроксимирующими)

¹³ Обсуждение данного метода можно найти в работе [Muravuev, 2012]. Отметим, что он имеет давнюю историю и был использован в целом ряде работ, опубликованных в ведущих международных журналах (см., напр.: [Guillaume et al., 1997; Lin, Howe, 1990]).

Таблица 4

Процент наблюдений ненулевых значений бинарных переменных, используемых в регрессионном анализе

Название переменной	Доля наблюдений, %
<i>Control</i>	89,00
<i>Cont_sh</i>	90,30
<i>Downer_1</i>	10,10
<i>Downer_2</i>	40,00
<i>Downer_3</i>	39,90
<i>Downer_4</i>	10,00
<i>Veto_power</i>	56,10
<i>Dividend10</i>	90,30
<i>ADR</i>	19,80
<i>Vote</i>	13,80
<i>Lower_bound</i>	98,20
<i>Monopsony</i>	4,30

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 табл. 5, и выражение (5), мы находим остатки *resid_VP*, которые задействуем в дальнейшем анализе, интерпретируя их как меру частных выгод контроля (экспроприации акционеров менеджерами или контролирующими собственниками).

В табл. 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. Они 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 интерпретируются. 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 табл. 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.

Результаты регрессионного анализа для базовой регрессионной модели приведены

Таблица 5

«Финансовые» регрессии, описывающие поведение фирм на рынке капитала

Переменная	Модель			
	A ln(VP)	B ln(VP)	C ln(VP)	D ln(VP)
<i>Shapley</i>	0,882***			
<i>Control</i>		-0,490***		
<i>Downer</i>			-0,008***	
<i>Cont_sh</i>				-0,448***
<i>pi_inverted</i>	0,428	0,621	0,364	0,445
<i>LiquidityCommon</i>	0,877***	0,854***	0,876***	0,873***
<i>LiquidityPreferred</i>	-0,993***	-0,948***	-0,945***	-0,942***
<i>Veto_power</i>	-0,020	-0,018	-0,008	0,001
<i>Ddividend</i>	-3,396***	-3,560***	-3,496***	-3,616***
<i>Dividend10</i>	-0,229**	-0,222**	-0,225**	-0,265**
<i>ADR</i>	0,013	-0,014	-0,009	-0,003
<i>Vote</i>	0,082	0,081	0,102	0,083
<i>Lower_bound</i>	0,385	0,326	0,320	0,365
<i>Timedummies</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Sectoraldummies</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Regdummies</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Intercept</i>	-0,059	0,465	0,332	0,432
<i>R</i> ²	0,48	0,49	0,48	0,48
<i>P-value</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>N</i>	672	672	672	672

Примечания: здесь и далее в таблицах с целью экономии места не показаны оценки параметров при временных (*Timedummies*), отраслевых (*Sectoraldummies*) и региональных (*Regdummies*) фиктивных переменных.

*** — значимость на 1%-м уровне;

** — значимость на 5%-м уровне;

* — значимость на 10%-м уровне.

в табл. 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 модели А в каждой таблице показаны результаты оценивания модели, с помощью 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 модели В каждой таблицы показаны результаты оценки параметров более сложной модели, предполагающей, что связь между поведением фирм на рынке труда, с одной стороны, и поведением на рынке капитала, с другой стороны, 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

Таблица 6
«Трудовые» регрессии, описывающие поведение фирм на рынке труда

Переменная	Модель			
	A ln(Wage)	B ln(Social)	C Dwage	E Arrears
<i>Monopsony</i>	-0,120	-0,179**	-0,017	0,005
<i>ILO_unemployt</i>	0,005	-0,001	-0,021	0,005
ln(<i>Reg_wage</i>)	0,701***	0,629***	-0,036*	-0,003
<i>Reg_arrears</i>	0,002	0,003	-0,001	0,004***
ln(<i>Sales</i>)	0,013	0,016	0,007	0,003*
<i>Power utilities</i>	-0,165***	-0,129*	-0,008	0,010
<i>Metallurgy</i>	-0,630***	-0,433***	0,055***	0,011
<i>Chemical</i>	-0,144	-0,118	0,060	-0,013*
<i>Machine building</i>	-0,464***	-0,356***	0,015	0,005
<i>Light</i>	-0,518**	-0,474***	0,081***	0,006
<i>Transp.&communic.</i>	-0,336***	-0,292***	-0,011	-0,034***
<i>Timedummies</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Regdummies</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Intercept</i>	1,925***	0,939***	-0,166*	0,043
<i>R</i> ²	0,76	0,64	0,44	0,40
<i>Prob</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>N</i>	672	672	672	672

Примечание:

*** — значимость на 1%-м уровне;

** — значимость на 5%-м уровне;

* — значимость на 10%-м уровне.

и переменной, описывающей политику фирм по отношению к акционерам *resid_VP*, т. е. переменную *resid_VP · Control*.

Последовательное изучение информации, представленной в столбцах табл. 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., например, табл. 7, столбец модели В). В то же время в компаниях, где имеется контролирующий собственник, такая связь не прослеживается. Более того, сумма ко-

эффициентов при переменных *resid_VP* и *resid_VP · Control* в этом случае отрицательная (большому значению частных выгод контроля соответствует более низкий уровень оплаты труда работников). Если бы эта сумма двух коэффициентов значимо отличалась от нуля, то можно было бы говорить о кардинальной смене тенденции в фирмах, где есть контролирующий собственник. Иными словами, получалось бы, что в фирмах с мажоритарными акционерами имела бы 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

Таблица 7

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

Переменная	Модель				
	A	B	C	D	E
<i>resid_VP</i>	0,004	0,086**	0,097**	0,055	
<i>resid_VP · Control</i>		-0,089*			
<i>Control</i>		0,046			
<i>resid_VP · Cont_sh</i>			-0,100**		
<i>Cont_sh</i>			0,066		
<i>resid_VP · Downer</i>				-0,001	
<i>Downer</i>				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
<i>Intercept</i>	-0,000	-0,042	-0,060	-0,068*	-0,001
<i>Test resid_VP · Downer_1 = = resid_VP · Downer_4</i>					<i>F</i> = 0,74 Prob = 0,392
<i>R</i> ²	0,000	0,007	0,010	0,018	0,002
<i>P-value</i>	0,818	0,115	0,021	0,173	0,885
<i>N</i>	672	672	672	672	672

Примечание:

- *** — значимость на 1%-м уровне;
- ** — значимость на 5%-м уровне;
- * — значимость на 10%-м уровне.

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*)

Переменная	Модель				
	A	B	C	D	E
1	2	3	4	5	6
<i>resid_VP</i>	0,009	0,070	0,084**	0,073*	
<i>resid_VP · Control</i>		-0,066			
<i>Control</i>		0,033			
<i>resid_VP · Cont_sh</i>			-0,081*		
<i>Cont_sh</i>			0,055		
<i>resid_VP · Downer</i>				-0,001	
<i>Downer</i>				0,001	
<i>resid_VP · Downer_1</i>					0,049

Окончание табл. 8

1	2	3	4	5	6
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_2</i>					0,013
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_3</i>					0,018
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_4</i>					-0,037
<i>Intercept</i>	0,000	-0,030	-0,050	-0,056	-0,001
<i>Test resid_VP</i> · <i>Downer_1</i> = = <i>resid_VP</i> · <i>Downer_4</i>					<i>F</i> = 1,35 Prob = 0,248
<i>R</i> ²	0,001	0,005	0,008	0,017	0,004
<i>P-value</i>	0,587	0,385	0,095	0,148	0,660
<i>N</i>	672	672	672	672	672

Примечание:

- *** — значимость на 1%-м уровне;
- ** — значимость на 5%-м уровне;
- * — значимость на 10%-м уровне.

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*)**

Переменная	Модель				
	A	B	C	D	E
<i>resid_VP</i>	1,250	3,773	3,044	2,165	
<i>resid_VP</i> · <i>Control</i>		-2,716			
<i>Control</i>		2,298			
<i>resid_VP</i> · <i>Cont_sh</i>			-1,882		
<i>Cont_sh</i>			2,719		
<i>resid_VP</i> · <i>Downer</i>				-0,021	
<i>Downer</i>				0,006	
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_1</i>					1,394
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_2</i>					1,219
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_3</i>					0,598
<i>resid_VP</i> · <i>Downer_4</i>					2,404
<i>Intercept</i>	-0,000	-2,072	-2,475	-0,243	0,023
<i>Test resid_VP</i> · <i>Downer_1</i> = = <i>resid_VP</i> · <i>Downer_4</i>					<i>F</i> = 0,05 Prob = 0,830
<i>R</i> ²	0,003	0,006	0,006	0,003	0,003
<i>P-value</i>	0,215	0,550	0,498	0,676	0,665
<i>N</i>	672	672	672	672	672

Примечание:

- *** — значимость на 1%-м уровне;
- ** — значимость на 5%-м уровне;
- * — значимость на 10%-м уровне.

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*)

Переменная	Модель				
	A	B	C	D	E
<i>resid_VP</i>	-0,350	-2,029***	-2,313***	-1,607**	
<i>resid_VP · Control</i>		1,845**			
<i>Control</i>		-0,392			
<i>resid_VP · Cont_sh</i>			2,141***		
<i>Cont_sh</i>			-0,568		
<i>resid_VP · Downer</i>				0,029*	
<i>Downer</i>				-0,009	
<i>resid_VP · Downer_1</i>					-2,078***
<i>resid_VP · Downer_2</i>					-0,513
<i>resid_VP · Downer_3</i>					-0,038
<i>resid_VP · Downer_4</i>					0,348
<i>Intercept</i>	0,000	0,367	0,536	0,387	0,029
<i>Test resid_VP · Downer_1 = = resid_VP · Downer_4</i>					<i>F</i> = 6,52 Prob = 0,012
<i>R</i> ²	0,004	0,014	0,017	0,016	0,016
<i>P-value</i>	0,204	0,046	0,007	0,125	0,064
<i>N</i>	672	672	672	672	672

Примечание:

- *** — значимость на 1%-м уровне;
- ** — значимость на 5%-м уровне;
- * — значимость на 10%-м уровне.

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. табл. 10, столбец модели 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 голосящим 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 модели С каждой табл. 7–10 мы рассматриваем другую модификацию модели, где вместо переменной *Control* использована переменная *Control_sh*. Результаты оценивания модели С очень близки

¹⁴ Здесь вновь уместно оговориться, 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.

к результатам оценивания модели В (см., например, табл. 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.

В спецификации D с целью описания структуры контроля мы используем переменную *Downer*, указывающую на разницу в размере пакетов акций двух крупнейших собственников. Предполагается, что если эта разница велика, то 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 табл. 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 *Downer*, 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. табл. 10), получены значимые результаты, которые в целом сходны с ранее установленными зависимостями. Так, 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 *Downer* попадают в первый дециль распределения. Иными словами, эта связь прослеживается в компаниях, где два круп-

нейших собственника обладают примерно равными пакетами акций и, следовательно, отсутствует контроль со стороны одного мажоритарного акционера. В компаниях, для которых значение переменной *Downer* принадлежит последнему децилю, т. е. там, 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 имелись бы основания говорить о том, что контролирующие собственники экспроприируют одновременно как миноритарных акционеров, так и работников компаний.

Кроме того, был проведен 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 табл. 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.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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. Результаты регрессионного анализа показывают, что работники компаний с серьезными проблемами в корпоративном управлении могут находиться в относительно более благоприятном положении, чем ра-

ботники прочих фирм, с менее выраженным конфликтом между (миноритарными) акционерами и менеджерами (контролирующими собственниками). Это можно интерпретировать таким образом, 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, т. е. 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 гг., 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, выполненных в последние годы на американских и шведских данных. Например, они близки к результатам исследований [Bertrand, Mullainathan, 1999; 2003; Atanassov, Kim, 2009; Cronqvist et al., 2009].

В завершение подчеркнем, что данная 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.

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. Ясин Е. (ред.). *Конкурентоспособность и модернизация экономики*. Кн. 1. М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ.
- Долгопятова Т. Г. 2004. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. *Российский журнал менеджмента* 2 (2): 3–26.
- Долгопятова Т. Г. 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., Jackson G. 2003. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review* 28 (3): 447–465.
- Atanassov J., Kim E. 2009. Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions. *Journal of Finance* 64 (1): 341–374.
- Barclay M., Holderness C. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25 (2): 371–395.
- Berezinets I., Ilina Y., 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., Mullainathan S. 1999. Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation. *RAND Journal of Economics* 30 (3): 535–554.
- Bertrand M., Mullainathan S. 2003. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy* 111 (5): 1043–1075.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R. 1995. *Privatizing Russia*. MIT Press: Cambridge, MA.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R. 1996. A theory of privatization. *Economic Journal* 106: 309–319.
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R. 1994. Voucher privatization. *Journal of Financial Economics* 35 (2): 249–266.
- Brainerd E. 2002. Five years later: The impact of mass privatization on wages in Russia, 1993–1998. *Journal of Comparative Economics* 30 (1): 160–190.
- Buck T., Filatotchev I., Wright M. 1998. Agents, stakeholders, and corporate governance in Russian firms. *Journal of Management Studies* 35 (1): 81–104.
- Buck T., Filatotchev I., Wright M., Zhukov V. 1999. Corporate governance and employee ownership in an economic crisis: Enterprise strategies in the former USSR. *Journal of Comparative Economics* 27 (3): 459–474.
- Charreaux G., Desbrieres P. 2001. Corporate governance: Stakeholder value versus shareholder value. *Journal of Management and Governance* 5 (2): 107–128.
- Chernykh L. 2008. Ultimate ownership and control in Russia. *Journal of Financial Economics* 88 (1): 169–192.
- Cronqvist H., Heyman F., Nilsson M., Svalleryd H., Vlachos J. 2009. Do entrenched managers pay their workers more? *Journal of Finance* 64 (1): 309–339.
- De Jong A., DeJong D., Mertens G., Roosenboom P. 2007. Investor relations, reputational bonding, and corporate governance: The case of Royal Ahold. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (3): 328–375.
- De Jong A., DeJong D., Mertens G., Wasley C. 2005. The role of self-regulation in corporate governance: Evidence and implications from the Netherlands. *Journal of Corporate Finance* 11 (3): 473–503.
- Dharwadkar R., George B., Brandes P. 2000. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review* 25 (3): 650–669.
- Dolgopiatova T. 2007. Ownership concentration and Russian company development. *Problems of Economic Transition* 50 (5): 7–23.
- Dyck A., Zingales L. 2004. Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance* 59 (2): 537–600.
- Dyck A., Volchkova N., Zingales L. 2008. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. *Journal of Finance* 53 (3): 1093–1135.
- Earle J., Estrin S. 1996. Employee ownership in transition. In: Frydman R., Gray C. W., Rapaczynski A. (eds.). *Corporate Govern-*

- nance in Russia. Vol. 2: *Insiders and the State*. World Bank/CEU Press: London.
- Ecchia G., Gelter M., 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., Bleaney M. 1999. Privatization, insider control and managerial entrenchment in Russia. *Economics of Transition* 7 (2): 481–504.
- Filatotchev I., Wright M., Buck T., Zhukov V. 1999. Corporate entrepreneurs and privatized firms in Russia, Ukraine, Belarus. *Journal of Business Venturing* 14 (5/6): 475–492.
- Goetzmann W., Spiegel M., Ukhov A. 2003. *Modeling and Measuring Russian Corporate Governance: The Case of Russian Preferred Common Shares*. NBER Working Paper No. 9469, NBER.
- Guillaume D., Dacorogna M., Daver R., Muller U., Olsen R., Pictet O. 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 (2): 95–129.
- Hare P., Muravyev A. 2003. Privatization in Russia. In: Parker D., Saal D. (eds.). *International Handbook on Privatization*. Edward Elgar Publishing: Cheltenham, UK.
- Kim E., 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., Shleifer A. 2006. What works in securities laws? *Journal of Finance* 61 (1): 1–32.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1/2): 3–27.
- Landier A., Nair V., Wulf J. 2009. Trade-offs in staying close: Corporate decision making and geographic dispersion. *Review of Financial Studies* 22 (3): 1119–114.
- Lehmann H., 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., Howe J. 1990. Insider trading in the OTC market. *Journal of Finance* 45 (4): 1273–1284.
- Luke P., Schaffer M. 2000. *Wage Determination in Russia: an Econometric Investigation*. Working Paper No. 295, William Davidson Institute. Ann Arbor: MI.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment and growth. *Journal of Economic Literature* 43 (3): 655–720.
- Mueller H., Philippon T. 2006. *Family Firms, Paternalism, and Labor Relations*. NBER Working Paper No. 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 (3): 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., Volpin P. 2005a. Managers, workers and corporate control. *Journal of Finance* 60 (2): 841–868.
- Pagano M., Volpin P. 2005b. The political economy of corporate governance. *American Economic Review* 95 (4): 1000–1030.
- Pagano M., Volpin P. 2008. *Labor and Finance*. Mimeo, London Business School.
- Peng M., Buck T., Filatotchev I. 2003. Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory

- study in Russian privatization. *Journal of World Business* 38 (4): 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., 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., Giang Y. 2008. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies* 45 (1): 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.

Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Avdasheva S., Golikova V., Dolgopyatova T., Yakovlev A. 2005. *Kрупные новые компании («biznes-gruppy») v rossijskoj perekhodnoj ekonomike: sostoyanie problemy v ekonomicheskoy literature*. Preprint WP1/2005/09. GU–VSHE.
- Afanas'ev M., Kuznetsov P., Fominykh A. 1997. Korporativnoe upravlenie glazami direktorata (po materialam obsledovaniy 1994–1996 gg.). *Voprosy ekonomiki* (5): 84–101.
- BEA 2001. *Osnovnye napravleniya i faktory restrukturyzatsii promyshlennykh predpriyatij. Analiticheskij otchet po proektu*. Rukovoditel': B. Kuznetsov. M.: Byuro ekonomicheskogo analiza.
- Golikova V., Dolgopyatova T., Simachev Yu., Yakovlev A. 2004. Insajdery, autsajdery i khoroshee korporativnoe upravlenie: rossijskij opyt. V sb. «Konkurentosposobnost' i modernizatsiya ekonomiki», kn. 1. Pod red. E. Yasina. M.: izd. dom GU–VSHE.
- Dolgopyatova T. 2004. Sobstvennost' i korporativnyj kontrol' v rossijskikh kompaniyakh v usloviyakh aktivizatsii integratsionnykh protsessov. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta* 2 (2): 3–26.
- Dolgopyatova T. 2007. Empiricheskij analiz korporativnogo kontrolya v rossijskikh kompaniyakh: kogda krupnye aktsionery otkhodyat ot ispolnitel'nogo upravleniya? *Rossijskij zhurnal menedzhmenta* 5 (3): 27–52.
- Dolgopyatova T. 2009. Izmenenie struktury sobstvennosti na predpriyatiyakh obrabatyvayushhej promyshlennosti (po dannym monitoringa). *Voprosy ekonomiki* (12): 101–111.
- Dolgopyatova T., Ivasaki I., Yakovlev A. 2007. *Rossijskaya korporatsiya: vnutrennyaya organizatsiya, vneshnie vzaimodejstviya, perspektivy razvitiya*. M.: GU–VSHE.
- Kapelyushnikov R. 2001. Sobstvennost' i kontrol' v rossijskoj promyshlennosti. *Voprosy ekonomiki* (12): 103–124.
- Kuznetsov P., Murav'ev A. 2000. Struktura aktsionernogo kapitala i rezul'taty deyatel'nosti firm v Rossii (analiz «golubykh fishek» fondovogo rynka). *Ekonomicheskij zhurnal VSHE* 4 (4): 475–504.
- Ruzhanskaya L. 2008. Fenomen rossijskoj korporatsii, ili eshhe raz o tsennosti empiricheskikh issledovaniy. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta* 6 (3): 145–154.
- Shastitko A., Radchenko T. 2008. Mekhanizmy korporativnogo upravleniya: mesto aktsionernykh soglashenij. *Voprosy ekonomiki* (10): 49–61.

Статья поступила в редакцию
26 марта 2012 г.