

# CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL

---

## КОРПОРАТИВНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ И КОНТРОЛЬ

Volume 1, Issue 4, Summer 2004

Том №1, выпуск №4, лето 2004

### CONTENTS / СОДЕРЖАНИЕ

<b>Editorial: <i>an annual report</i></b>	5
<b>От редакции: <i>годовой отчет</i></b>	6

---

#### **SECTION 1. ACADEMIC INVESTIGATIONS AND CONCEPTS** **РАЗДЕЛ 1. НАУЧНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ И КОНЦЕПЦИИ**

<b>Corporate governance, capital theory, and corporate finance theory: an approach from property theory</b>	13
---	----

*David Ellerman*

An analysis of the corporate governance debate is developed using a descriptive theory about the system of private property and contract in a market economy. There are strong implications for capital theory and corporate finance theory. The structure of the main results is that what often appears as being an owned property right is upon analysis seen to be only a contractual position--and contractual positions only extend a few years into the future. An enterprise could be described concretely as specific people working with specific machines producing a certain product or it could be described more abstractly using the economists' notion of a production function. But either way, it is not determined who is legally undertaking the enterprise until the contracts between the factor suppliers are given. Thus the determination of who undertakes an enterprise is contractually determined; it is not an owned property right. In this sense, there is no such thing as the "ownership of the firm" since the party undertaking an enterprise, the residual claimant, is determined by the direction of the hiring contracts. There is the ownership of a conventional joint stock corporation, but a corporation does not "own" the enterprise that it is currently undertaking by virtue of its contractual position.

---

<b>Корпоративное управление, теории капитала и корпоративных финансов: взгляд с позиции теории собственности</b>	13
--	----

*Давид Эллерман, д.э.н., проф., Калифорнийский университет (г. Риверсайд, США)*

В статье рассматриваются основные проблемы корпоративного управления, используя основы теорий капитала и корпоративных финансов. Сделан вывод, что право собственности не является исключительным, и главное, достаточным для принятия эффективных решений в области корпоративного управления. Более того, акционеры являются собственниками акций предприятия, а не предприятия как такового. Последнее заключение основывается на "социальном" определении предприятия - совокупно-

сти людей, эксплуатирующих машины и оборудование с целью производства товаров и услуг. Таким образом, на смену теории "акционера" должна прийти теория "стейкхолдера", которая предусматривает участие трудового коллектива и других групп влияния в корпоративном управлении.

### **On the linkage between the fundamental problem in corporate law and standard contracts law**

30

*Eli Bukspan*

The claim argued in this paper is that common law, as presently applied to public corporations (i.e., Corporate Law and Securities Law), is characterized by a broad consumer outlook that subsumes standard contracts law. The "consumerist" attributes of shareholders in public corporations rely on the widely accepted theoretical analysis of corporate law that focuses on the separation of ownership and control (the "agency problem"), which was developed in the wake of the growing might of mega-corporations. Respectively, standard contracts law, including its consumerist elements, designed to deal with contractual failures arising from the nature of the bylaws of a public corporation, as a contract whose contents are not negotiable by the parties invited to adhere to it, and from the inferior economic and informational standing of share buyers in the capital market. As such, standard contracts law serves as an additional, justified and consistent legal tool for contending with the agency problem, whence the opening for its application to public corporations.

### **Корпоративное право и контрактные отношения на рынке товаров и услуг: фундаментальные проблемы**

30

*Эли Букспан, д.э.н., междисциплинарный центр Герцлия (Израиль)*

В статье анализируются потенциал и перспективы законодательного регулирования отношений на рынке товаров и услуг для решения фундаментальных проблем корпоративного управления, т.е. проблемы разделения собственности и контроля, проблемы агентских конфликтов. Сделана попытка исследования отношений между собственниками и менеджментом предприятий через призму законодательства, регулирующего взаимоотношения между контрагентами в процессе реализации контрактов купли-продажи товаров или услуг. Обоснована целесообразность использования законодательства, регулирующего взаимоотношения между покупателями и продавцами услуг, в качестве одного из механизмов корпоративного контроля.

### **Cross-listing and corporate governance: bonding or avoiding?**

36

*Amir N. Licht*

In their seminal survey of corporate governance, Shleifer and Vishny distill the issue into a blunt question: "How do [the suppliers of finance] make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects?" The Enron/Arthur Andersen debacle and the ensuing waves of scandal vividly proved that American investors may face this question in the most acute form. ... To the extent that corporate governance issues play a role in the cross-listing decision, it is a negative role. ... Generally speaking, the foreign issuer regime "cuts corners" exactly on the issues of corporate governance relating to corporate insiders. ... The notion that issuers may want to improve their corporate governance by subjecting themselves to a better regulatory regime through cross-listing--say, on an American market--is appealingly elegant. ... If an American firm could use an NYSE listing to bond its insiders to better governance standards, why couldn't foreign firms do the same?

### **Корпоративное управление и кросс-листинг: использовать или избегать?**

36

*Амир Лихт, д.э.н., Гарвардская школа права (США) и междисциплинарный центр Герцлия (Израиль)*

Работа посвящена изучению проблемы поиска механизмов корпоративного контроля в корпорациях США, поднятой известными учеными А. Шляйфером и Р. Вишны. Корпоративные скандалы начала третьего тысячелетия еще раз доказывают актуальность данной проблемы, особенно в США. Особенно неизученной остается роль кросс-листинга в решении или усугублении данной проблемы. Могут ли корпорации решить проблему слабого корпоративного контроля, т.е. размытой структуры корпоративной собственности и пассивности акционеров, размещая свои акции одновременно на биржах несколь-

ких стран? Способны ли зарубежные корпорации дисциплинировать крупных собственников и топ-менеджеров в использовании лучших стандартов корпоративного управления благодаря размещению свои акций на биржах США?

---

### **Intertemporal endogeneity in board composition and financial performance** 49

*Wallace N. Davidson III, Wei Rowe*

In this paper the authors develop a theory of intertemporal endogeneity of board composition and financial performance. Authors find only minimal evidence of intertemporal endogeneity. The evidence that board composition influences financial performance is not very strong and depends on the definitions of financial performance and board composition as well as the type of statistical model employed. Authors do find somewhat stronger evidence that prior financial performance impacts board composition, but the relation depends on how we define board composition.

---

### **Состав Совета директоров и финансовые результаты** 49

*Уоллас Давидсон III, д.э.н., проф., кафедра финансов, колледж бизнеса и администрирования, университет Южного Иллинойса (США)*

*Вей Роуи, д.э.н., проф., кафедра банковских финансов и права, колледж управления бизнесом, университет Небраска (США)*

В статье разрабатывается теория, объясняющая зависимость эффективности финансово-производственной деятельности корпорации от состава Совета директоров. Сделан вывод о том, что исследуемая зависимость является не стабильной. Устойчивость зависимости определяется выбором того или иного финансового показателя и статистической модели, используемой в расчетах. Более устойчивая зависимость обнаружена между минувшими показателями финансово-производственной деятельности и составом Совета директоров. Степень устойчивости зависимости определяется выбором той или иной трактовки термина "состав Совета директоров".

---

### **Corporate governance in a transition economy: a case study of Russia** 61

*Galina G. Preobragenskaya, Robert W. McGee*

Corporate governance has become a popular topic in recent years. Although much attention has been given to corporate governance in the United States and other Western countries as a result of recent scandals, and in Japan and other East Asian countries because of the financial crisis that occurred there a few years ago, much has also been going on in Russia and other transition economies in the area of corporate governance. This paper discusses recent developments in corporate governance in Russia and includes information gathered during interviews conducted in Russia during the summer of 2003.

---

### **Корпоративное управление в переходной экономике: опыт России** 61

*Галина Преображенская, директор консультационно-аудиторской компании "Люция" (Россия)*  
*Роберт В. МакГи, д.э.н., проф., университет Барри (США)*

В статье изучается состояние корпоративного управления в России. Методология исследования основывается на проведении интервью с участниками рынка корпоративного контроля и фондового рынка России в течении лета 2003 г. Сделан вывод, что несмотря на все еще низкий уровень финансовой отчетности и слабую прозрачность корпораций в России, намечаются позитивные тенденции. Усиливается внимание со стороны корпораций к таким атрибутам эффективного корпоративного управления как независимые директора, доступность и систематичность предоставления финансовой отчетности и т.д.

---

### **On investment performance, value creation, management and corporate governance: the French case** 72

*Mondher Bellalah*

This paper studies corporate governance, investment, value creation and their effects on corporate performance in some European countries and in particular in France. It accounts for specific aspects of investment perform-

ance, governance, management and entrepreneurship. Corporate governance systems can be identified by the degree of ownership and control and the identity of controlling shareholders. In outsider systems characterized by wide dispersed ownership as in the U.S and UK, the main specificity is the conflict of interest between strong managers and widely-dispersed weak shareholders. In insider systems characterized by concentrated ownership or control as in Germany and Japan, the main specificity is the conflict of interest between controlling shareholders (or blockholders) and weak minority shareholders. There are several models of corporate governance since each country has developed a variety of mechanisms to overcome agency problems arising from the separation of ownership and control.

---

**Роль топ-менеджеров в корпоративном управлении, повышении инвестиционной привлекательности и создании акционерной ценности: опыт Франции**

72

*Мондхер Беллалах*, д.э.н., проф., ректор Института корпоративного управления и инвестиций, Королевский университет (г. Париж, Франция)

В статье изучается роль высшего руководства корпораций Франции в корпоративном управлении, повышении инвестиционной привлекательности и создании акционерной ценности. Проводится сравнение моделей корпоративного управления США и Великобритании, характеризующихся сосредоточением корпоративного контроля в руках мелких акционеров, с моделями управления корпорациями с корпоративным контролем в руках крупных акционеров, распространенными в Германии и Японии. В этом смысле французская модель корпоративного управления является довольно уникальной, что обусловлено действующим на законодательном уровне разрешением на использование корпорациями как англо-саксонской, с унитарным советом директоров, так и континентальной, с двухуровневым советом, моделей корпоративного управления.

---

**The effects of ESOPs on performance and risk: evidence from France**

81

*Stéphane Trébucq*

Approximately 220 of the 700 firms whose stock was traded on the main French markets had an employee stock ownership plan at the end of the year 2000. Average ownership was 3.7%. Employee ownership can be implemented for many reasons, and the relationship between ESOPs and performance still remains unclear. The purpose of this research is thus to determine how employee ownership can affect corporate performance and risk in France. The results of previous empirical studies, while mixed, tend to suggest that, in some cases, ESOPs have a positive effect on certain measures of financial and market performance. Cross-sectional regressions show some positive links between the presence of ESOPs and some financial performance measures, such as the return on equity and the return on investments. Links between ESOPs and risk variables are more complicated. The presence of ESOPs reduces the return on equity variability, but the more employee ownership there is the more the beta coefficient increases. This result seems to show that investors tend to consider firms with ESOPs to be more risky, even if their profitability is more stable. Within the limitations of these results, we propose a general model introducing the concept of social capital. This model tries to explain how ESOPs can have positive and negative organisational consequences.

---

**Влияние программ опционов на акции на показатели эффективности и риска бизнеса: обзор корпораций Франции**

81

*Стефан Трелбук*, д.э.н., проф., университет Бордо (Франция)

Работа посвящена исследованию влияния программ опционов на акции, используемых в корпорациях Франции, на показатели эффективности и бизнес-риска. Результаты предыдущих исследований в целом свидетельствуют о существовании положительного влияния на такие финансовые показатели как окупаемость акционерного капитала и инвестиций. При этом, использование программ опционов на акции снижает волатильность окупаемости акционерного капитала. Однако при значительных объемах программ, возрастает показатель бета, характеризующий риск от участия в программах опционов на акции. Более того, инвесторы склонны рассматривать корпорации, активно использующие программы опционов на акции, как более рискованные объекты для инвестирования. В работе предлагается новая модель социального капитала, призванная внести ясность в вопрос влияния программ опционов на акции на эффективность корпораций.

## **SECTION 2. CORPORATE GOVERNANCE IN BANKING** **РАЗДЕЛ 2. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В БАНКАХ**

### **Corporate control and governance in banking** 94

*M. Kabir Hassan, David R. Wolfe, Neal C. Maroney*

Banking firms face an industry specific set of agency problems. The heavily regulated nature of the industry alters the shareholder/manger relationship. The scope of market discipline in the industry is severely limited due to regulatory oversight. This article surveys the state of the corporate governance literature with special emphasis on reviewing the agency problems unique to the banking industry.

### **Корпоративное управление и контроль в банках** 94

*Кабир Хассан, д.э.н., проф., заведующий кафедрой экономики и финансов, университет Нового Орлеана (США)*

*Дэвид Вульф, д.э.н., проф., кафедра экономики и финансов, университет Нового Орлеана*

*Нил Маруни, д.э.н., проф., кафедра экономики и финансов, университет Нового Орлеана*

Статья посвящена исследованию корпоративного управления и контроля в банковских учреждениях. Сделан вывод, что проблема агентских конфликтов, распространенная на промышленных предприятиях, является актуальной и для финансово-кредитных учреждений. Сложность решения данной проблемы состоит в том, что государственное регулирование деятельности банков является более жестким, чем государственное регулирование деятельности промышленных предприятий. Это объясняет снижение спроса на внутренние механизмы корпоративного контроля, такие как совет директоров и др., и негативно сказывается на эффективности корпоративного управления в банках.

### **Regulation, corporate control and bank risk taking** 108

*Seok Weon Lee*

In this study, we examine the relation between ownership structure and risk-taking behavior of banks by analyzing data for three different regulatory and economic regimes of the Korean banking industry. We find that stockholder-controlled banks exhibit higher but unprofitable risk-taking than managerially-controlled banks during the period of deregulation 1994-1995, and that this relation is more transparent during the period of deregulation and decline of the industry 1996-1997. However, higher risk-taking incentives of stockholder-controlled banks become weaker during the period of tightened regulation and structural reform 1999-2000. Furthermore, the profitability of stockholder-controlled banks given a unit increase in the bank's risk appears to be improved in this period relative to the periods of deregulation.

### **Корпоративный контроль, регулирование и риски** 108

*Сеок Веон Ли, д.э.н., проф., кафедра финансов и страхования, университет Сунчунхьянг (Южная Корея)*

В статье исследуется зависимость между структурой собственности и уровнем риска при принятии управленческих решений в банках Южной Кореи. Сделан вывод, что в процессе дерегулирования 1994-1995 гг. банки, контролируемые внешними акционерами, демонстрировали более рискованную и, в целом, менее результативную стратегию бизнеса. Данная зависимость еще более усилилась к 1997 г., когда начался спад активности в банковском секторе. В 1999-2000 гг., в условиях усиления регулирования, стимулы к рисковому бизнесу значительно ослабли, что дало возможность банкам, контролируемым внешними акционерами, демонстрировать лучшие результаты деятельности.

### **Corporate social disclosure by banks and finance companies: Malaysian evidence** 118

*Fathilatul Zakimi Abdul Hamid*

This paper provides empirical evidences on the corporate social disclosure practice in the highly regulated industries namely banking and finance. In response to prior literature, research in specific industry will allow the researcher to see some specific pattern in disclosure theme for those industries because all social disclosure

items were treated equally. Result from the study on disclosure theme shows that product related disclosure was highest. It may indicate some important issues taking place in the period under study. Furthermore, the result of the hypothesis testing shows that size, listing status and age of business appear to significantly influence the disclosure practice and may conform to legitimacy theory postulate. While the profitability variable show insignificant relationship possibly due to prior literature notion that decision to disclose social information is related to public pressure variable rather than profitability variable.

### **Раскрытие информации банками и финансовыми компаниями в Малайзии** 118

*Фазилатул Закими Абдул Хамид, д.э.н., проф., директор института бухучета, университет Утара Малайзия (Малайзия)*

Работа посвящена анализу раскрытия информации банками и финансовыми учреждениями в Малайзии. Сделан вывод, что наиболее активно банки раскрывают информацию о предоставляемых услугах. Более того, к факторам, влияющим на степень раскрытия информации относятся размер и возраст банка, уровень листинга его ценных бумаг. Как правило, внешние стимулы (широкая публика, инвесторы, клиенты и т.д.) являются более сильными при принятии решения банками о степени раскрытия информации, чем внутренние стимулы (результаты финансово-производственной деятельности).

## **SECTION 3. PRACTITIONER'S CORNER** **РАЗДЕЛ 3. УГОЛОК ПРАКТИКА**

### **Valuation of voting scheme changes: the cases of Electrolux AB and SKF AB** 131

*Yinghong Chen*

This paper studies the effects of the change of voting scheme on the market prices of Electrolux and SKF AB using standard event study methodology and a clinical approach. The economic effect of the voting scheme change is assessed using the market model. We investigate the loss of control due to the change of the voting scheme. The degree of the change of power is calculated using Shapley power index (SPI) and Banzhaf power index. There is a wealth transfer from the high vote shareholders to low vote shareholders in the process since in both cases the high power shareholders required no compensation. We expect that share price to have a positive response to such an announcement due to the reduced *power discount* and corporate governance improvement. The magnitude of the response on the event day depends also on the information structure of the period leading to the announcement. A bigger effect on the value of the firm is to be expected if the voting powers of the major owner(s) shifts away from absolute control to moderate control which indicating a significant change in governance pattern.

### **Схемы голосования акционеров: опыт корпораций Electrolux AB и SKF AB** 131

*Иньхонг Чен, д.э.н., кафедра экономики, университет Гетеборга (Швеция)*

Работа посвящена исследованию влияния изменений в схемах голосования акционеров на рыночную стоимость предприятий на примере корпораций Electrolux AB and SKF AB. Изучается влияние указанных изменений на степень корпоративного контроля. В расчетах используются индексы корпоративного контроля Шапли и Банжафа. Сделан вывод, что изменение схем голосования акционеров действительно способствует укреплению позиций мелких собственников, а также стимулирует рост курса акций предприятий в краткосрочном периоде. Продолжительный положительный эффект от изменения схем голосования акционеров возможен лишь в случае, если корпоративный контроль со стороны крупных собственников трансформируется из абсолютного в умеренный.

## **SECTION 4. CORPORATE WORLD NEWS** **РАЗДЕЛ 4. НОВОСТИ КОРПОРАТИВНОГО МИРА**

**Reported by Alex Kostyuk** 144

**Новости подготовил Алекс Костюк** 144