

# CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL

## КОРПОРАТИВНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ И КОНТРОЛЬ

Volume 1, Issue 2, Winter 2004

Том №1, выпуск №2, зима 2004

### CONTENTS / СОДЕРЖАНИЕ

<b>Editorial</b>	12
<b>От редакции</b>	12

---

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

<b>Corporate governance, expected operating performance, and pricing</b>	13
<i>by Oren Füerst, Sok-Hyon Kang</i>	

We examine whether ownership and governance characteristics are associated with the firm's operating performance and stock price. Results suggest that higher share ownership of the CEO, corporate insiders, and outside directors has a strong positive association with both firm performance and market value; large ownership of outside shareholders has a negative association with the firm's operating performance; presence of a controlling shareholder is negatively related to market value; after controlling for ownership, there is no improvement in operating performance or share value from having greater representation of outside directors, or having a larger board; and variables representing the CEO's stature – the CEO's tenure and the board chairmanship – have a negative association with operating performance or market value.

---

<b>Корпоративное управление, ожидаемые результаты операционной деятельности и рыночная стоимость предприятия</b>	13
--	----

*Oren Fюerst, директор компании Strategic Models, LLP (Нью-Йорк, США)*  
*Сок-Хьон Канг, д.э.н., университет Джорджа Вашингтона (Вашингтон, США)*

В статье исследуется гипотеза о существовании зависимости между структурой собственности и эффективностью производственно-финансовой деятельности предприятий. Были сделаны несколько очень важных выводов. Во-первых, чем выше доля высшего руководства предприятия в структуре его собственности, тем выше эффективность производственно-финансовой деятельности предприятия и тем выше его рыночная стоимость. Во-вторых, чем выше доля аутсайдеров в структуре корпоративной собственности, тем ниже эффективность операционной деятельности предприятия. В-третьих, присутствие в составе собственников предприятия акционера, владеющего контрольным пакетом, негативно сказывается на рыночной стоимости предприятия. В-четвертых, увеличение количества членов Совета директоров не приводит к повышению рыночной стоимости предприятия, а совмещение постов Главного исполнительного управляющего и Председателя Совета директоров негативно сказывается как на рыночной стоимости предприятия, так и на его операционной деятельности.

**Financial reporting, corporate communication and governance**

31

*by Andrea Melis*

This paper describes the issues of financial reporting and corporate communication in connection with corporate governance. The analysis is based on the studies conducted in the Anglo-American and the European academic literature both from a normative and a positive perspective. It is discussed why accounting standards are not able by themselves to avoid corporate “miscommunication”, and how a good corporate governance system is a *sine qua non* to improve the quality of corporate communication and financial reporting. The analysis also shows how the effectiveness of the systems of financial reporting and corporate governance seems to be highly correlated.

**Финансовая отчетность, коммуникационная политика и управление**

31

*Андреа Мелис, проф., д.э.н., кафедра экономики предприятия, университет Кальяри (Италия)*

В статье исследуются вопросы организации финансовой отчетности и коммуникационной политики в контексте корпоративного управления. Теоретический анализ основывается на изучении традиционных течений, распространенных в Англо-Саксонской и Европейской школах корпоративного управления. Обосновывается вывод, что финансовая отчетность не способна автономно решить проблему слабых корпоративных коммуникаций. Делается заключение о существовании зависимости между уровнем развития корпоративного управления и системой корпоративной отчетности.

**Corporate governance and management practices in Japan: current issues**

38

*by Masao Nakamura*

In this paper we discuss the relationship between corporate governance and various aspects of management practices in Japan. We point out also that Japan’s relatively loosely practiced anti-monopoly (anti-trust) laws continue shaping Japanese corporate governance behavior. We tentatively conclude that Japan has not yet found a new corporate governance system that can serve as an equilibrium business system in that it is compatible with Japan’s management, legal and other practices and the incentives of the constituents of Japanese firms. This paper also presents various incentive and institutional issues which would have to be considered by those who consider potential applicability of the Japanese-like corporate governance practices to transitional economies.

**Практика корпоративного управления в Японии**

38

*Масао Накамура, д.э.н., проф., декан факультета коммерции и управления бизнесом, университет Британской Колумбии (Ванкувер, Канада)*

В статье изучается практика корпоративного управления в Японии как элемента экономических реформ, инициированных в стране в 90-е гг. Исследуется эффективность трансформации плюралистической модели корпоративного управления, используемой в Японии, в монистическую, т.е. англо-саксонскую, используемую в США и Великобритании. Обосновывается целесообразность трансформации традиционной для Японии модели, где основную роль в корпоративном управлении играют стейкхолдеры, в акционерную модель, где основной акцент делается на индивидуальных собственниках. В работе сделан вывод, что эффективность трансформационных процессов все еще очень низкая.

**The impact of LBOS on investment policies and operations of acquired French firms**

53

*by Philippe Desbrières, Alain Schatt*

This paper evaluates the extent that French LBO targets’ investment policy and operations can account for their overperformance discrepancy. Our empirical study has been carried out on 132 French LBOs between 1989 and 1994. The results show that the abnormal plunge in economic return cannot

be explained by overinvestments or by inefficient working capital management. Nevertheless, abnormal increases in wages, supplies and/or sales price reductions appear to be prominent.

### **Инвестиционная политика и операционная деятельность поглощаемых корпораций во Франции**

53

*Филип Десбриерес*, д.э.н., проф., университет Бургундии (Франция)  
*Алан Шамт*, д.э.н., проф., университет Франч Комте (Франция)

В статье исследуется процесс поглощения корпораций во Франции в течении 1989-1994 гг. Было исследовано 132 поглощения. Основная задача исследования состоит в изучении эффективности поглощений. Сделан вывод, что снижение эффективности производственно-финансовой деятельности поглощаемых корпораций не может быть результатом неэффективной инвестиционной политики или низким качеством управления человеческими ресурсами. Тем не менее, поглощения сопровождаются ростом заработной платы персонала, увеличением объема закупок сырья и продаж продукции, а также уменьшением цен на продукцию.

### **Bank influence, firm performance and survival: empirical evidence from Germany 1970-1986**

65

*by Julie Ann Elston*

This paper systematically investigates the impact of bank-influence on firm performance and survival in Germany. Close bank-firm relationships and concentrated ownership which characterize the Japanese and German financial and governance systems are often credited with reducing agency problems and improving monitoring of firm activities, thus improving firm performance and the chances of survival. Empirical results reveal that bank influenced firms have higher survival rates than independent firms. However, firm growth appears to be independent of bank influence and negatively related to firm size.

### **Влияние банков на корпоративное управление: опыт Германии в 1970-1986 гг.**

65

*Джулия Энн Элстон*, проф., д.э.н., зав. кафедрой экономики, университет Центральной Флориды (США)

В работе исследуется влияние банков на управление корпорациями в Германии. Тесные отношения между банками и корпорациями посредством участия банков в корпоративном управлении, как свидетельствует зарубежная литература и практика корпоративного управления в Германии и Японии, приводит к повышению конкурентоспособности контролируемых банками корпораций. Однако, чем больше размер корпорации, тем меньше влияние банка на корпорацию.

### **Factors affecting the foreign direct investment in Russia**

71

*by Adelaide T. Cufari, Giovanni D'Orio*

This paper analyses some links between the last crisis of the banking sector, the system of corporate governance and the level of investment (and foreign direct investment in particular) in Russia. We start with a short analysis of the transition process. The analysis is consistent with the hypothesis that both macroeconomic stabilization and structural reforms are necessary for growth. Afterwards we analyse the outcomes of the banking system in Russia with special emphasis to the reform strategy proposed after the crisis of 1999, as well as some of the associated controversies with the current system of corporate governance. The Russian experience of corporate governance is unique; and the lessons that Russia teaches are not trivial. Russia's enterprise pathologies improve our basic understanding of how corporate governance works.

- Прямые иностранные инвестиции в России: факторы влияния** 71  
*Аделаида Куфари*, проф., д.э.н., зав. кафедрой статистики и геополитики, университет Мессины (Италия)  
*Джованни Дорио*, проф., д.э.н., кафедра экономики и статистики, университет Калабрии (Италия)

В статье исследуется гипотеза о существовании связи между прошедшим банковским кризисом в России, системой корпоративного управления и размером прямых иностранных инвестиций. Исследованы процесс экономических реформ в России, результаты работы банковских учреждений и влияние на них корпоративного управления. Сделан вывод, что опыт корпоративного управления в России является уникальным, и представляет интерес для теоретиков и практиков управления.

- Corporatisation of China's state-owned enterprises and corporate governance** 83  
*by Jean Jinghan Chen*

This paper reviews the notable Chinese State-Owned Enterprises' (SOEs) low efficiency and shows that the agency problems with SOEs constitutes the characteristics of corporate governance - insiders' control, soft budget constraints, managerial slack and lack of competent managers. The paper argues that the current corporatisation of SOEs in China through share issue does not improve corporatised SOEs' performance because it has not effectively dealt with the agency problems associated with public ownership, and, therefore, falls short in addressing the critical issue of corporate governance. The creation of an effective corporate governance mechanism requires the development of the country's market-oriented institutions. For China, the most important issue is not to find a fixed set of governance models from which to copy, but to develop institutions that are conducive to effective corporate governance.

- Корпоративное управление и корпоратизация государственных предприятий в Китае** 83  
*Джен Д. Чен*, д.э.н. проф., директор центра по исследованию корпоративного управления в развивающихся странах, университет Сюррей (Великобритания)

В статье исследуются основные проблемы корпоративного управления, с которыми сталкиваются предприятия Китая, находящиеся в собственности государства - проблема агентских конфликтов, контроль со стороны инсайдеров, низкий уровень компетенции менеджмента и т.д. Процесс корпоратизации предприятий не привел к решению указанных проблем. Предприятия все еще находятся в поиске оптимальной системы корпоративного управления. Очевидно, что решению отмеченных проблем может содействовать выбор немецкой модели совета директоров, с Наблюдательным советом и Правлением. При этом, главную роль в развитии корпоративного сектора в Китае все же должны сыграть не модели, а новые правила и механизмы корпоративного управления, которые пока еще не разработаны.

## **SECTION 2. EXECUTIVE PAY PRACTICES** **РАЗДЕЛ 2. ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА ДИРЕКТОРОВ КОРПОРАЦИЙ**

- Corporate governance and theories of executive pay** 95  
*by Kuntara Pukthuanthong, Eli Talmor, James S. Wallace*

This study performs an in-depth look at the corporate governance, voting and ownership structure of the companies selected using a relatively homogenous data of the U.S. financial sector. Variables that proxy for managerial strategic discretion and task complexity are found to best explain CEO compensation. Corporate governance, including board characteristics and ownership structure, is the second leading determinant of pay variation, while firm performance and CEO specific characteristics seem to play the least role. In accord with studies on managerial stock ownership and Tobin's Q, the pay-for-performance relation appears to be curvilinear in CEO stock ownership.

## Теории заработной платы исполнительных директоров и корпоративное управление

95

*Кунтара Пактуантонг*, д.э.н., проф., Калифорнийский университет (Ирвин, США)

*Эли Талмор*, д.э.н., проф., декан факультета бухучета и аудита, Лондонская школа бизнеса (Великобритания)

*Джеймс Уоллас*, д.э.н., проф., школа менеджмента им. Питера Дракера, университет Клармонт (США)

В работе изучаются теоретические основы и практика разработки компенсационных пакетов директоров корпораций финансового сектора США. Основная задача исследования состоит в определении группы факторов, которые влияют на размер компенсаций директоров. Сделан вывод, что к наиболее важным факторам относятся сложность задач, которые возлагаются на директоров, структура собственности и состав Совета директоров. Наименее важными факторами, влияющими на размер компенсаций, являются эффективность производственно-финансовой деятельности компании и характеристики личности Главного Исполнительного Управляющего.

---

## Managerial compensation when managers are principals

107

*by Kam-Ming Wan*

Prior research has used the principal-agent framework to examine managerial compensation. However, in a number of corporations, managers own enough of their firms' voting rights to be able to decide with relative impunity how they will be compensated. In a real sense, they are the principals. Using a sample of the largest U.S. corporations, I examine the compensation of such CEOs to see if they are paid more than other CEOs. My overall results provide no support that such CEOs are paid more in cash compensation as well as all forms of direct compensation. The only exception is in some smaller firms, where CEOs are paid more in total compensation when management controls enough of the company's stock. However, such firms constitute a tiny fraction of the sample firms. For dual-class firms and firms where CEOs control enough of the company's stock, I find no evidence that such CEOs are paid more.

---

## Зарплата исполнительных директоров, имеющих в собственности акции своих корпораций

107

*Кам-Минг Ван*, д.э.н., проф., школа менеджмента, университет Техаса (Даллас, США)

В работе исследуется система заработной платы исполнительных директоров крупнейших корпораций США. Особое внимание уделяется тем корпорациям, где исполнительные директора являются собственниками, либо номинальными держателями акций, т.е. могут влиять на принятие решений о структуре и размере заработной платы. Сделан вывод, что в крупных корпорациях наличие у исполнительных директоров акций не приводит к абnormallyму росту их заработной платы, чего нельзя сказать о средних по размеру корпорациях, где размер пакета в собственности директоров мотивирует принимать решения и увеличивать себе зарплату.

---

## Disclosure of board remuneration in large European banks

122

*by Hans-Peter Burghof and Christian Hofmann*

In our paper, we analyze the remuneration of board members of large European banks as presented in the annual reports. We find that remuneration differs greatly between European countries both with respect to its total amount and components. Furthermore, the degree of disclosure about remuneration ranges from very detailed reports in some countries to perfect obscurity in others. We construct a disclosure index to characterize the transparency of board remuneration in the different countries. Under agency perspectives, our results encourage the introduction of stricter disclosure rules for executive compensation on a European level.

## **Раскрытие информации о заработной плате членов Советов директоров крупных европейских банков**

122

*Ганс-Питер Бургхоф*, д.э.н., проф., зав. кафедрой банковского дела и финансов, университет Хохенхайм (Штутгарт, Германия)

*Кристиан Хофманн*, д.э.н., проф., зав. кафедрой управленческого учета, университет Ганновера (Ганновер, Германия)

В статье содержатся результаты исследования системы вознаграждения исполнительных директоров крупных европейских банков. Как показывает практика, системы вознаграждения существенно отличаются от страны к стране, как по размеру вознаграждения, так и по его структуре. Более того, подходы к раскрытию информации о вознаграждении исполнительных директоров существенно отличаются в странах Европы. По результатам проведенного исследования предложен индекс прозрачности отчетности о вознаграждении директоров европейских банков. Сделан вывод о необходимости ужесточения правил к предоставлению информации о размере и структуре вознаграждения директоров широкой публике.

## **The incentives of Australian companies to utilize executive stock option plans**

137

*by Jenny Goodwin, Pamela Kent*

This study investigates the firm specific characteristics which provide ex ante incentives to Australian companies to utilize an executive stock option (ESO) plan. We hypothesize that the remuneration of the Chief Executive Officer, the firm's investment opportunity set, the level of leverage and the degree of international diversification of the firm are related to the firm's utilization of an ESO plan. Using a sample of 378 firms drawn from the largest 500 firms in Australia, we find that the results support our hypotheses, with the exception of the level of firm leverage.

## **Реализация планов опционов на акции Австралийскими корпорациями**

137

*Дженни Гудвин*, д.э.н., проф., технологический университет Квинсленда (Австралия)  
*Памела Кент*, д.э.н., бизнес-школа университета Квинсленда (Австралия)

В статье исследуются факторы внутренней среды, влияющие на мотивацию корпораций к разработке и реализации планов опционов на акции для исполнительных директоров. К числу этих факторов относятся размер вознаграждения Главного Исполнительного Управляющего (СЕО), инвестиционные возможности, финансовый ливеридж, степень международной диверсификации бизнеса. Исследуются 378 корпораций Австралии. Сделан вывод о существовании положительной корреляции между размером зарплаты СЕО, степенью международной диверсификации с одной стороны и интенсивностью использования корпорацией планов опционов на акции с другой. Не обнаружена зависимость мотивации фирмы к использованию планов опционов на акции от финансового ливериджа, т.е. структуры капитала.

## **The design of bonuses and its implications for investment choices**

150

*by Annita Florou*

In the wake of Enron and other high profile corporate scandals executive compensation has become a key strategic issue for market participants and regulators all around the world. This paper readdresses a very significant and often controversial issue, namely the impact of managerial bonuses on corporate investment decisions. In doing so, it critically examines two related sets of hypotheses, the "fixed-target" and "ratcheting-target" hypotheses. The comparison of the above predictions reveals a contradiction, which in turn consists a subject of future empirical research.

## **Планы премирования и инвестиционные решения корпораций**

150

*Аннита Флору*, д.э.н., университет Македонии (Греция)

В работе изучается проблема разработки эффективных планов премирования директоров корпораций. Исследуется зависимость инвестиционных решений, принимаемых руководителями

корпораций, от содержания планов премирования. Использование корпорациями исключительно бюджетного стандарта премирования, когда для оценки эффективности работы менеджмента устанавливаются плановые показатели, сопровождается снижением инвестиций со стороны корпорации. Очевидно, что использование бюджетного стандарта подталкивает менеджмент сокращать расходы, в том числе и инвестиции, с целью увеличения размера фактических показателей производственно-финансовой деятельности, а значит и величины премиальных. Банкротство корпорации Энрон является прекрасным доказательством существования указанной проблемы.

---

### **SECTION 3. PRACTITIONER'S CORNER**

#### **РАЗДЕЛ 3. УГОЛОК ПРАКТИКА**

##### **Corporate governance in Russia. Analytical report**

156

*Julia Kochetygova*

*Nikolai Popivshchy*

*Vera Vitalieva*

The paper explores corporate governance practices in Russia. Despite significant improvements over the past several years, the level of corporate governance in Russia remains low. The vast majority of Russian companies still lack transparent operational and ownership structures, and suffer from weak internal control procedures. At the same time the positions of controlling shareholders and other strategic investors have become clearer and more stable in the case of many of Russia's major economic entities. Once the struggles for control are finally resolved, improving performance and attracting capital to fund growth will become top priorities. These objectives approach the paradigms by which international markets operate, and they improve Russia's acceptance within those markets.

---

##### **Корпоративное управление в России: аналитический отчет**

156

*Юлия Кочетыгова*, руководитель сектора рейтинговых оценок компании Стандарт энд Пурс (Россия)

*Николай Попивций*, компания Стандарт энд Пурс (Россия)

*Вера Витальева*, компания Стандарт энд Пурс (Россия)

В статье исследуется корпоративное управление в России. Несмотря на существенный прогресс, качество корпоративного управления в России оставляет желать лучшего. Значительное число российских компаний все еще испытывают трудности с организацией работы механизмов внутреннего контроля, а структура собственности и операционная деятельность остаются непрозрачными. В то же время, более ясным становится поведение крупных акционеров. Очевидно, что как только завершится борьба за корпоративный контроль, главными приоритетами деятельности крупных собственников станут широко используемые в мире улучшение эффективности деятельности предприятий и максимизация инвестиций.

---

### **SECTION 4. CORPORATE WORLD NEWS**

#### **РАЗДЕЛ 4. НОВОСТИ КОРПОРАТИВНОГО МИРА**

**Reported by** *Alex Kostyuk*

167

**Новости подготовили:** *Алекс Костюк*

167

---

**Instructions to authors/Subscription details**

171