

CORPORATE OWNERSHIP & CONTROL

КОРПОРАТИВНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ И КОНТРОЛЬ

Volume 1, Issue 3, Spring 2004

Том №1, выпуск №3, весна 2004

CONTENTS / СОДЕРЖАНИЕ

Editorial	12
От редакции	12

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

The enigma of corporate governance	13
---	----

Kevin Low Lock Teng, David Yong Gun Fie, Bala Shanmugam

The issue of corporate governance has in recent years received more attention than it would ordinarily have in the light of series of corporate failure that gave rise to implications the affect not only those directly connected with the corporations concerned, but also those affected by its existence such as employees, customers, suppliers and the environment. This interest is further aggravated by occurrences of major corporate failures such as the collapse of the BCCI Bank, collapse of the Barings Empire, the Daiwa Bank debacle and the Maxwell affair which all have pointed to the lack of a proper corporate governance system as a major course. Studies have shown that a majority of those corporate failures were predominantly dominated by one individual, occupying a position of trust, who apart from losing large amounts of money also committed illegal acts.

Загадка корпоративного управления	13
--	----

Кевин Лоу, д.э.н., проф., ректор школы бизнеса, университет Монаш (Малайзия)

Дэвид Йонг, д.э.н., проф., заведующий кафедрой менеджмента, университет Мультимедия (Малайзия)

Бала Шанмугам, д.э.н., проф., школа бизнеса, университет Монаш (Малайзия)

В работе исследуются основные проблемы корпоративного управления, которые стали особенно актуальными после серии банкротств корпораций, в том числе и в Малайзии. Внимание акцентируется на модели стейкхолдера, когда в управлении корпорацией принимают участие не только собственники, но также и трудовой коллектив, покупатели, банки и т.д. Изучается влияние стейкхолдеров на корпоративную среду и поведение руководителей корпораций. Сделан вывод, что основной причиной банкротств корпораций является преследование личных интересов их управляющими и игнорирование интересов собственников. В то же время, интересы отдельных стейкхолдеров провоцируют конфликт интересов директоров и акционеров, что негативно сказывается на эффективности финансово-производственной деятельности корпораций.

Ownership and control of Polish corporations

20

Maciej Dzierżanowski, Piotr Tamowicz

We analyze ownership and control of Polish corporations. Voting control in listed corporations is remarkably concentrated with the median size of the largest block amounting to 39,5%. A sustainable concentration trend has been observed over the whole last decade. Other companies and individuals/families (mostly founders) dominate among the largest block-holders of Polish corporations. Banks' involvement in control is below common expectations. It is also observed that – especially in smaller firms – managerial ownership is quite large. Frequently, managers are also the company founders and first or second largest block-holder. The extent of ownership and control separation is very modest with dual-class shares being the most popular device to leverage control over ownership; control through subsidiaries is applied to a lesser extent. The presence of large blockholders in listed corporations puts the minority rights and conflict of interests among stakeholders on the top of the policy agenda.

Корпоративная собственность и контроль в Польше

20

*Мацей Джиарновски, Гданьский институт рыночной экономики (Польша)
Петр Тамович, д.э.н., проф., Гданьский институт рыночной экономики (Польша)*

Работа посвящается изучению наиболее важной проблемы корпоративного управления – проблемы разделения собственности и контроля в корпорациях Польши. Сделан вывод, что голосующие акции находятся в руках крупных акционеров. В среднем, наиболее крупный из акционеров владеет 39,5% уставного капитала корпорации. К числу крупных акционеров в Польше относятся юридические лица, т.е. институциональные инвесторы, а также частные инвесторы, в основном располагающие семейным капиталом. Участие банков в акционерном капитале корпораций низкое. Особенно это касается небольших корпораций. Участие менеджеров в акционерном капитале довольно существенное. Высокая концентрация акционерного капитала в Польше провоцирует обострение агентских конфликтов и сопровождается нарушением прав мелких акционеров.

Valuation properties of accounting numbers in Brazil

31

Alexsandro Broedel Lopes

This work investigates the valuation properties of accounting numbers in Brazil under three traditional frameworks: earnings capitalization, book value of equity and residual income. The sample was selected from companies traded at the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) from 1995 to 1999, dividing the sample in two groups: companies with preferred and with common shares. My results show that the EC model did not perform well for common shares and have a better performance for preferred shares. The BV model performed better for common shares than for preferred shares while residual income had a comparable performance. The BV seems to be the dominant accounting-based valuation model for common shares. For preferred shares the RI model performs better. The RI term alone presents no significant difference for the two sets of companies. For both set of companies accounting income did not incorporated economic income.

Модели оценки стоимости корпораций: практика разработки и реализации в Бразилии

31

Александро Бродель Лопес, д.э.н., проф., заведующий кафедрой аудита, университет Сан-Пауло (Бразилия)

В работе проводится сравнительный анализ эффективности использования, для оценки инвестиционной привлекательности корпораций, трех наиболее распространенных в международной практике показателей на базе стоимости акционерного капитала и чистого дохода. Объектом исследования были выбраны крупнейшие корпорации Бразилии, которые были разбиты на две группы: компании с привилегированными и простыми акциями. Сделан вывод об относительной нецелесообразности использования модели капитализации дохода для оценки привлекательности инвестирования в те корпорации, где акционерный капитал представлен простыми акциями. Для оценки стоимости корпораций с доминированием в структуре акционерного капитала простых акций, более привлекательным является использование модели балансовой стоимости. Для оценки привилегированных акций более перспективной является модель чистого дохода.

Methods for resolving problems of responsibility and transparency in the activities of SOEs in market economies: models and results

37

Ulrich F.W. Ernst

This paper looks at some of the basic challenges and response options in developing good (or at least adequate) corporate governance structures for state-owned enterprises, and then reviews some specific country examples. The discussion concludes with an assessment of lessons for the Ukrainian situation. The government can reduce the range of objectives by focusing on specific priorities; shareholder value needs to be a core objective since it measures whether SOE management is achieving a real contribution to overall prosperity. All serious approaches to improving corporate governance for SOEs stress disclosure and transparency. These efforts go beyond detailed reporting to insist on *public* disclosure, with the SOEs setting standards for transparency, and ultimately accountability. Publication of financial and operational reports facilitates the task of monitoring and strengthening performance by expanding the group of monitors and analysts to all interested parties.

Ответственность и прозрачность государственных предприятий в условиях рыночной экономики: методические подходы, модели и результаты

37

Ульрих Ф. У. Эрнст, д.э.н., руководитель департамента корпоративного управления консультационной компании Development Alternatives Inc. (США)

В статье исследуется международный опыт управления предприятиями, которые находятся в собственности государства. Особое внимание уделяется ситуации в Украине. Сделан вывод, что основным приоритетом корпоративного управления в изучаемых предприятиях должна стать максимизация акционерной ценности. Кроме этого, не менее важное значение имеет проблема информационной закрытости предприятий и низкая степень их отчетности по отношению к акционерам и общественным группам влияния. Решение данной проблемы находится в плоскости публикации необходимой корпоративной отчетности и ее дальнейшее предоставление группам влияния, которые осуществляют мониторинг деятельности корпораций.

Agency costs and the dividend decision

44

Kelly Brunarski, Yvette Harman, James B. Kehr

We examine the relation between the firm's agency costs and the decision to distribute cash to shareholders by declaring a nonrecurring special dividend or by significantly increasing the firm's regular dividend. The independence of the board of directors, the voting rights of outside blockholders and the presence of antitakeover charter amendments all proxy for the level of agency costs within the firm. We find firms that significantly increase their regular dividend are more likely to have a greater proportion of independent directors on their boards and greater outside blockholdings, and are less likely to adopt antitakeover charter amendments than firms that declare a special dividend. The evidence supports the notion that firms with greater agency costs are more likely to pay a special dividend, whereas firms with lower agency costs are more likely to increase their regular dividend.

Агентские издержки и дивидендная политика

44

Келли Брунарски, д.э.н., проф., заведующая кафедрой финансов, университет Майами (США)
Иветта Харман, д.э.н., проф., кафедра финансов, университет Майами (США)
Джеймс Б. Кер, д.э.н., проф., кафедра финансов, университет Майами (США)

В работе изучается зависимость агентских издержек от дивидендной политики. Независимость Совета директоров, права голоса аутсайдеров и законодательство, регулирующее слияния и поглощения составляют систему факторов, влияющих на размер агентских издержек. Обнаружена положительная зависимость между количеством независимых директоров в Советах и долей внешних акционеров в структуре собственности с одной стороны, и размером дивидендов с другой. Доказано, что компании с наименьшими агентскими издержками склонны регулярно увеличивать размер дивидендов, в то время как компании с высокими агентскими издержками увеличивают размер дивидендов лишь время от времени, т.е. в особых случаях. Очевидно, в этих особых случаях дивиденды выполняют функцию информационного сигнала для инвесторов, сообщая участникам рынка о текущем состоянии и перспективах развития корпорации.

Investment analysts' usage and perceived usefulness of corporate annual reports 61*Simon S.M. Ho, Kar Shun Wong*

This paper reports a study of the perceptions and beliefs of external users (investment analysts) of corporate annual reports in one of major international financial centres – Hong Kong. It was found that analyst users (1) view annual reports as having high information value particularly in terms of relevancy, (2) have a relatively high usage of annual reports and read the income statement and balance sheet most often, (3) consider the most important voluntary disclosure items to be discussions of factors affecting future financial results, future prospects of the company, main product market share, acquisition and disposal activities, and China business review, and (4) feel annual reports are somewhat useful, but the amount of information disclosed remains inadequate. Only a small percentage of users felt that the current disclosure requirements are either effective or very effective in serving investors' needs and that much improvement is still needed. The implications of these findings for management, investors, regulatory bodies and researchers are discussed.

Годовые отчеты корпораций: проблемы и перспективы анализа инвестиционной привлекательности 61

Симон Хо, д.э.н., проф., ректор школы бизнеса, Гонконгский университет (Гонконг)
Кар Шун Вонг, д.э.н., проф., кафедра учета и права, Гонконгский университет (Гонконг)

В статье исследуются проблемы и перспективы использования годовых отчетов корпораций финансовыми аналитиками в Гонконге. Сделаны ряд выводов, а именно: финансовые аналитики используют годовые отчеты корпораций по причине высокой степени достоверности информации; финансовые аналитики наиболее тщательно исследуют такие компоненты годового отчета как баланс и отчет о прибылях; финансовые аналитики изучают годовой отчет с целью определения базовых показателей производственно-финансовой деятельности корпораций; некоторые финансовые аналитики не находят значимой ценности в годовых отчетах корпораций. Почти все финансовые аналитики уверены, что в условиях существующих требований к составлению корпоративной отчетности, практическая ценность отчетов очень низкая.

SECTION 2. BOARD PRACTICES
РАЗДЕЛ 2. ОРГАНИЗАЦИЯ РАБОТЫ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ**A contractual approach to the regulation of corporate directors' fiduciary duties** 72*María Gutiérrez Urtiaga*

The purpose of this paper is to explain the economic logic underlying the regulation of corporate directors' fiduciary duties, placing special emphasis on the consequences of the adoption of protective measures for the directors such as indemnification and liability insurance. The regulation of fiduciary duties is now faced with the need to accommodate the new views about corporate directors' mission in governance. With regard to the duty of care, the new codes of conduct for corporate directors do no longer regard directors as the managers of the business and affairs of the corporation but as monitors of the management team. As the management of the business is moved away from the board to the management team the duty of care should also move away from the directors to the executives. However the board of directors should always retain a duty of care in monitoring. As for the duty of loyalty a question open for debate is to what extent should the interests of stakeholders other than shareholders be taken into account.

Регулирование обязанностей членов Советов директоров корпораций на основе контракта 72

Мария Гутьеррес Уртиага, д.э.н., проф., кафедра экономики предприятия, университет Карлоса III (Испания)

В статье исследуется контрактный подход к регулированию обязанностей членов Советов директоров корпораций, основанных на доверии. Особое внимание уделяется исследованию влияния защитных механизмов в работе директоров на эффективность выполнения ними своих прямых обязанностей в качестве представителей интересов корпораций. Сделан вывод, что в эпоху трансформации Советов директоров и разделения последних на независимых и исполнительных, повышается ценность монито-

ринга как обязанности независимых членов Советов. В то же время, те, кто подвержен мониторингу, т.е. исполнительные директора, приоритетным делают для себя обязанность по управлению текущей деятельностью корпорации.

The importance of board composition and committee structure: the case of poison pills

81

Wallace N. Davidson III, Ted Pilger, Andrew Szakmary

We examine board composition, characteristics, and structure for firms whose boards adopt poison pills. We find that board composition is unrelated to the stock market's perception of poison pill adoption. However, the percentage of shares held by blockholders, the tenure of independent outsiders on the board, and the proportion of outsiders on the executive committee do seem to influence whether a poison pill adoption is perceived as management entrenching or not. We also find that when boards have absolute control of the sample firms, this control is related to board shareholdings, board tenure of outsiders, and the proportion of outsiders on the board committees. It is not related to the market reaction for poison pill adoption.

Состав Совета директоров и структура его комитетов: практика использования «ядовитых капсул»

81

*Уоллас Н. Дэвидсон, д.э.н., проф., кафедра финансов, университет Южного Иллинойса (США)
Тэд Пилгер, д.э.н., проф., кафедра финансов, университет Южного Иллинойса (США)
Эндрю Жакмари, д.э.н., проф., кафедра финансов, университет Южного Иллинойса (США)*

В работе проводится исследование организации работы Советов директоров тех корпораций, где практикуется использование «ядовитых капсул», которые являются защитным механизмом против враждебных поглощений корпораций. Сделан вывод об отсутствии зависимости между изменениями в Совете директоров и практикой использования «ядовитых капсул». Для акционеров основным критерием выбора в пользу «ядовитых капсул» является отсутствие «борьбы за кресло» у исполнительных директоров. Абсолютный контроль Совета над деятельностью корпорации ассоциируется больше с концентрацией собственности, сроком пребывания в Советах независимых директоров, долей независимых директоров в Исполнительном комитете Советов, а не интенсивностью использования «ядовитых капсул».

The effects of board characteristics on earnings management

96

Lanfeng Kao, Anlin Chen

This paper examines the relationship between board characteristics and earnings management. Management of a firm may engage in earnings management for his own benefit. However, under proper corporate governance mechanism, the board of directors might be able to monitor the firm and prevent the management from engaging in earnings management. We find that when the board size is large, the higher the extent of earnings management. However, when there are more outside directors in the board, the extent of earnings management is lower. The effects of board characteristics on earnings management are significant only for group affiliation firms or non-electronic firms.

Совет директоров и управление корпоративными доходами

96

*Ланфенг Као, д.э.н., проф., кафедра финансов, Национальный университет Каохсюнг (Тайвань)
Анлин Чен, д.э.н., проф., заведующий кафедрой менеджмента, Национальный университет Сан Ят Сен (Тайвань)*

Статья посвящена поиску взаимосвязи между отдельными характеристиками Совета директоров и управлением корпоративными доходами. Изучается гипотеза, относительно управления доходами корпораций топ-менеджерами в личных интересах, а также способности Совета директоров не допускать такого рода злоупотреблений со стороны топ-менеджеров. Сделан вывод, что чем выше размер Совета директоров, тем менее эффективен Совет в контроле работы топ-менеджеров. Наличие в Совете независимых директоров значительно повышает эффективность контроля. В целом, Совет директоров ока-

зывает значительное влияние на работу топ-менеджеров в корпорациях, составляющих финансово-промышленные группы, либо занятых в традиционных отраслях.

Non-Executive Directors and the Changing Nature of Audit Committees: Evidence from UK Audit Committee Chairmen

108

Brian Windram, Jihe Song

In this paper we provide a descriptive summary of a postal survey of FT 500 UK company audit committee chairman on the operations of UK audit committees. The survey represents an “insider view” of the activities of audit committees and the characteristics of non-executive directors and contributes to the continuing debate on corporate governance reforms. Our survey shows that UK audit committees and corporate boards have undergone many changes in the last decade since the last comprehensive survey reported in Collier (1992). Our survey shows that there is a significant shift in audit committee activities from the traditional financial reporting role to a greater focus on internal control and risk management. Independence is overwhelmingly seen as the most significant attribute of an audit committee member. Lack of time is perceived to be the greatest impediment to audit committee effectiveness but pressure from executives and an unclear remit are surprisingly prevalent problems even after ten years of corporate governance reforms.

Независимые директора и трансформация комитетов по аудиту: исследования комитетов по аудиту компаний Великобритании

108

Брайан Уиндрем, д.э.н., проф., школа аудита и экономики, университет Напьер (Великобритания)

Джихэ Сонг, д.э.н., проф., школа менеджмента и бизнеса, университет Уэльса (Великобритания)

В статье изучается практика организации работы комитетов по аудиту в Советах директоров 500 крупнейших корпораций Великобритании. С момента проведения последнего детального исследования в данной области (Коллиер, 1992), комитеты по аудиту компаний Великобритании претерпели существенных изменений. За последнюю декаду функция комитетов по аудиту, состоящая в обеспечении акционеров финансовой отчетностью, трансформировалась в функции внутреннего контроля и управления рисками. Независимость является основной отличительной особенностью членов комитетов по аудиту в Великобритании. Нехватка рабочего времени все еще остается основной причиной относительной неэффективности комитетов по аудиту, хотя все большую и большую актуальность приобретают такие проблемы как давление со стороны исполнительных директоров и слабая мотивация независимых директоров.

The composition of French boards of directors: changes since 1995

116

Géraldine Carminatti-Marchand, Mathieu Paquerot

The debate over Corporate Governance has been gathering pace in France for several years. Most of the studies on this topic are based on the Anglo-Saxon view. It should nevertheless be noted that French capitalism has peculiarities, which have their origin in its methods of Corporate Governance. Carminatti-Marchand and Paquerot [2000] underline the specificities of the principles of Corporate Governance in France. An essential aspect of this is the nature of the leaders of major companies: more than 50% of the bigger French firms CEOs are graduated from Polytechnic Institute (familarly referred to as “X”) and of ENA (Ecole Nationale d’Administration). Since 1995, however, the economic and financial environment of French companies has changed considerably. We note today the omnipresence of foreign investors on the Paris Stock Exchange. The results of the study reveal significant losses of posts for graduates of X and ENA in the management structures of large French companies between 1995 and 1999.

Состав Советов директоров корпораций во Франции: изменения с 1995 г.

116

Жеральдина Карминатти-Маршан, д.э.н., проф., Национальная школа экономики (Франция)

Мэтью Пакэро, д.э.н., проф., университет Ля Рошель (Франция)

В статье исследуются последние тенденции в организации работы Советов директоров корпораций во Франции. В основу работы положены результаты исследования принципов корпоративного управления

во Франции, проведенного проф. Карминатти-Маршан и проф. Пакэро в 2000 г. Особенностью Советов директоров в корпорациях во Франции является их состав: более половины членов Советов корпораций получили высшее образование в одном из двух вузов – Политехническом институте, либо в Национальной школе бизнес-администрирования. Однако, за период с 1995 по 2003 гг. состав Советов директоров корпораций во Франции стал более разнообразным. Это объясняется повышением активности зарубежных инвесторов на фондовом рынке и рынке корпоративного контроля.

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

Corporate takeovers, Russian style, and necessary legal reform 127

Derek A. Bloom, Kirill Y. Ratnikov, Konstantin A. Osipov, Sergei M. Areshev

Поглощения корпораций в России: важность реформ на законодательном уровне 127

Дэрек А. Блум, партнер компании Coudert Brothers LLP, офис в г. Москва (Россия)
Кирилл Ратников, партнер компании Coudert Brothers LLP, офис в г. Москва (Россия)
Константин Осипов, партнер компании Coudert Brothers LLP, офис в г. Санкт-Петербург (Россия)
Сергей Арешев, партнер компании Coudert Brothers LLP, офис в г. Санкт-Петербург (Россия)

The corporate enterprise in Africa: governance, citizenship and social responsibility 139

Karugor Gatamah

Корпоративные предприятия в Африке: управление, членство и социальная ответственность 139

Каругор Гатамах, д.э.н., проф., директор Центра корпоративного управления (Кения)

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

Reported by Alex Kostyuk 145

Новости подготовил Алекс Костюк 145

Instructions to authors/Subscription details