

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ АКЦИОНЕРОВ В ЗАПАДНОЙ ЕВРОПЕ И США. ИНИЦИАТИВЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ АКЦИОНЕРОВ НА ГОДОВЫХ ОБЩИХ СОБРАНИЯХ

(1)

Люк Реннебоог¹

7.1. Введение

Активность акционеров следует рассматривать как их неудовлетворенную реакцию на проблемы в области корпоративного управления². С одной стороны, они могут «голосовать ногами», т.е. продавать свои акции; с другой стороны, существует рынок инструментов контроля над деятельностью корпорации, на котором акционеры и инвесторы выступают в качестве инициаторов.

¹ Люк Реннебоог, профессор корпоративных финансов Университета Тилбурга.

² Gillan S.L. and Starks L.T., 'The evolution of shareholder activism in the United States', JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, vol. 19, 2007, p. 55–73.

циаторов поглощений и приобретений контрольного пакета акций, провоцируя таким образом существенные изменения структуры собственности корпорации¹. Роль активности акционеров возрастает, если они продолжают владеть своими акциями и при этом стремятся вызвать изменения внутри компании без изменения контроля над нею. Впоследствии акционеры могут добиваться корпоративных реформ, проводя закулисные переговоры с менеджментом или, в случае когда исполнительное руководство не реагирует на их требования, выдвигать предложения о проведении конкурентных голосований². Во многих случаях только этот механизм корпоративного управления виден участникам рынка. Следовательно, его эффективность можно изучить более внимательно. (2)

Акционерам, являющимся конечными собственниками корпорации, принадлежит последнее слово в принятии решений о реструктуризации компании, внесении изменений в состав руководителей высшего звена, политику выплат или структуру управления. Конкурентное голосование на годовом или внеочередном общем собрании по представленным предложениям потенциально представляет собой эффективное средство навязывания акционерами своей позиции относительно создания стоимости компании. Настоящая глава посвящена подробному рассмотрению данного вопроса³.

¹ Parrino R., Sias R.W. and Starks L.T., 'Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 68, 2003, p. 3–46; Martynova M. and Renneboog L., 'Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 14, 2008, p. 200–223.

² Crespi R., Renneboog L. Is (institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in the pre-Cadbury era, CORPORATE GOVERNANCE INTERNATIONAL REVIEW, 18, 2010. 274–295.

³ Данная глава основана на работе Renneboog L. and P. Szilagyi, 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188; and on Cziraki P., L. Renneboog and P. Szilagyi, 2010, Shareholder Activism Through Proposals: the European Perspective. EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT, 16, 738–777.

7.1.1. Являются ли предложения акционеров эффективным инструментом корпоративного управления? Теоретическая точка зрения

L. Bebchuk, а также M. Harris и A. Raviv являются сторонниками активного участия акционеров в совершенствовании практики корпоративного управления. Они доказывают, что их конкурирующие между собой предложения представляют собой полезный инструмент решения многих проблем организации управления¹. Однако в условиях США, даже если эти предложения выносятся на голосование акционеров, они оказываются неэффективными с точки зрения повышения дисциплины руководителей, поскольку не являются обязательными в США в соответствии с Регламентом Комиссии по ценным бумагам и биржам № 14a-8². Кроме того, выдвижение этих предложений может служить неблагоприятным сигналом о неудачных переговорах с руководством, поскольку институциональные активисты часто стараются проводить закулисные переговоры и поддерживают эти предложения только в качестве последнего средства. Основным доводом против подобных инициатив является тот факт, что поддерживающие их акционеры часто преследуют своекорыстные цели или же им просто не хватает информации для принятия эффективных решений. Например, государственные пенсионные фонды часто хвалят за стремление защищать интересы акционеров, однако вопросы оказания политического и социального влияния могут отвлекать их внимание от повышения дисциплины руководителей и увеличения стоимости фирмы³. Профсоюзные пенсионные фонды могут использовать процесс

(3)

¹ Bebchuk L.A., 'The case for increasing shareholder power', HARVARD LAW REVIEW, vol. 118, 2005, p. 835–914; Harris M. and Raviv A., 'Control of corporate decisions: shareholders vs. management', Working paper (Center for Research in Security Prices, 2008).

² Prevost A.K. and Rao R.P., 'Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?', JOURNAL OF BUSINESS, vol. 73, 2000, p. 177–204.

³ Woitdtk T., 'Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 63, 2002, p. 99–131.

конкурентного голосования на общих собраниях акционеров для достижения своих собственных корыстных целей, что свидетельствует об их роли в процессе переговоров о заключении коллективных договоров и их других политических интересах¹. Аналогичные аргументы используются в юридической литературе для оспаривания необходимости участия акционеров в процессе принятия решений². Некоторые авторы заходят настолько далеко, что даже требуют ограничения Комиссией по ценным бумагам и биржам выдвижения предложений, поскольку это приносит больше вреда, чем пользы, приводя к подрыву полномочий совета директоров по принятию решений³. Теперь обратимся к результатам, содержащимся в эмпирических исследованиях, посвященных Европе и США. (4)

7.1.2. Являются ли предложения акционеров эффективным механизмом корпоративного управления? Эмпирические результаты

Ситуация в Европе

Исследования об активности акционеров в Европе все еще малочисленны. В. Buchanan, J. Netter и T. Yang⁴ первыми провели сравнение выдвижения предложений в Великобритании и США: целевые фирмы, как правило, показывали низкие результаты в обеих странах; однако существуют систематические различия в целях, с которыми делаются предложения, в личностях спонсоров, а также в результатах голосования. В их работе

¹ Woitke T., 'Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 63, 2002, p. 99–131; Prevost A.K. and Rao R.P., 'Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?', JOURNAL OF BUSINESS, vol. 73, 2000, p. 177–204.

² Lipton M., 'Pills, polls, and professors redux', UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW, vol. 69, 2002, p. 1037–1065; Stout L.A., 'The mythical benefits of shareholder control', VIRGINIA LAW REVIEW, vol. 93, 2007, p. 789–809.

³ Bainbridge S.M., 'Director primacy and shareholder disempowerment', HARVARD LAW REVIEW, vol. 119, 2006, p. 1735–1758.

⁴ Buchanan B., Netter J.M. and Yang T., 'Are shareholder proposals an important corporate governance device? Evidence from US and UK Shareholder Proposals', Working paper (Seattle University, 2010).

содержится одно важное замечание: предложения в Великобритании пользуются большей поддержкой при голосовании, особенно когда направлены на внесение изменений в состав совета директоров, и часто воплощаются в жизнь, даже если впоследствии отзываются. М. Becht и его соавторы изучали стратегии активистов на примере отдельно взятого институционального инвестора – Hermes UK Focus Fund. Исследование показало, что данный фонд активистов редко выдвигает предложения на конкурентное голосование акционеров; вместо этого он уделяет основное внимание закулисным переговорам с руководством¹. Авторы объясняют это озабоченностью руководства в отношении возможности предъявления фондом требований о проведении внеочередного общего собрания с перспективой острой конкурентной борьбы. Хотя А. Klein и Е. Zur делают аналогичное замечание в отношении США, подобная угроза в Великобритании является еще более ощутимой, поскольку там принятые предложения являются обязательными, а акционеры могут снимать директоров с должности путем принятия обычного решения².

(5)

В ходе своего недавнего исследования J. McCahery и его коллеги продемонстрировали, что большинство институциональных инвесторов в Нидерландах и США рассматривают следующие типы действий: продажа акций (80%), голосование против компании на годовом общем собрании (66%) и начало обсуждения с исполнительным советом (55%)³. Полученные ими результаты доказывают, что они используют широкий диапазон мер для оказания влияния на решения фирмы, некоторые из которых принимаются закулисно, незаметно для других участников рынка.

¹ Becht M., Franks J., Mayer C., Rossi S., 2009. Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund. *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES*, 22, 3093–3129.

² Klein A. and Zur E., 'Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors', *JOURNAL OF FINANCE*, vol. 64, 2009, p. 187–229.

³ McCahery J. A., Sautner Z. and Starks L. T., 'Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors.' Working Paper (European Corporate Governance Institute, 2009).

А. De Jong с соавторами изучают предложения, представленные акционерам на общих собраниях в голландских фирмах¹. Авторы выяснили, что в течение периода их выборки все предложения, представленные на голосование акционеров, фактически спонсировались советом директоров. Кроме того, количество голосов, отданных против этих предложений, было ничтожно малым, и лишь девять из 1583 предложений были отклонены или отозваны.

С. Girard изучал стратегии активистов во Франции, точнее – коэффициент успеха закулисных переговоров, превращения фирм в мишень для публикаций СМИ, подачи предложений и гражданских судебных разбирательств². Результаты демонстрируют, что инициирование судебных процессов было предпочтительным методом, используемым активистами для привлечения внимания руководства компаний к вопросам корпоративного управления, и что именно эта стратегия с наибольшей вероятностью приводила к успеху по сравнению с другими формами активности, включая механизм конкурентного голосования. (6)

Исследования европейских авторов не содержат каких-либо доказательств относительно роли, которую играют предложения акционеров в корпоративном управлении в странах континентальной Европы. Степень эффективности конкурентного голосования для европейских акционеров в качестве дисциплинарного механизма воздействия на руководство компаний не достаточно полностью освещается в академической литературе. И даже если эта тема освещается, то вне поля зрения остается полезность и эффективность подачи предложений для решения проблем корпоративного управления. Кроме того, имеющиеся факты свидетельствуют о значительных расхождениях в этом вопросе во всей Европе.

¹ De Jong A. Mertens G.M. H. and Roosenboom P.G. J., 'Shareholders' voting at general meetings: Evidence from the Netherlands', JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE, vol. 10, 2006, p. 353–380.

² Girard C., 'Comparative study of successful French and Anglo-Saxon shareholder activism', Working Paper (Audiencia – Nantes School of Management, 2009).

Ситуация в США

В американской эмпирической литературе содержится достаточно доказательств того, что предложения акционеров должны рассматриваться как полезный инструмент корпоративного управления, а их инициаторы – как ценные контролирующие деятельность компании агенты.

Недавние исследования подтверждают, что выдвижение предложений оказывает давление на целевые фирмы, несмотря на их необязательный характер, поскольку вплоть до 40% предложений, за которые проголосовало большинство, в конечном итоге воплощаются в жизнь¹. Целевые компании, игнорирующие принятые предложения, наказываются негативным освещением в СМИ, снижением рейтинга, присваиваемого агентствами по корпоративному управлению, а также уменьшением вероятности переизбрания их директоров и повышением вероятности утраты ими своих директорских должностей в других компаниях².

Другие исследования показывают, что инициаторы предложений, как правило, преследуют «праведную» цель – повышение дисциплины руководства; и в таком качестве заявления об их стремлении к достижению своекорыстных целей явно преувеличены. Более ранние работы свидетельствуют о том, что выдвижение предложений акционеров, как правило, происходит в крупных, плохо функционирующих фирмах³.

(7)

¹ Bizjak J.M. and Marquette C.J., 'Are shareholder proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills', JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, vol. 33, 1998, p. 499–521; Martin K.J., and Thomas R.S., 'The effect of shareholder proposals on executive compensation', UNIVERSITY OF CINCINNATI LAW REVIEW, vol. 67, 1999, p. 1021–1081; Thomas R.S. and Cotter J.F., 'Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 13, 2007, p. 368–391.

² Ertimur Y., Ferri F. and Stubben S.R., 'Board of Directors Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 16, 2010, p. 53–72.

³ Karpoff et al., 1996; Martin K.J., and Thomas R.S., 'The effect of shareholder proposals on executive compensation', UNIVERSITY OF CINCINNATI LAW REVIEW, vol. 67, 1999, p. 1021–1081.

Обычно целевые компании используют мало заемных средств, а их структуры управления в целом неудовлетворительны¹. Инициаторы предложений также учитывают состав голосующих акционеров до принятия решений о выдвижении или отказе от выдвижения вопроса на конкурентное голосование, поскольку доля собственности институциональных инвесторов в целевых компаниях, как правило, высокая, а доля собственности инсайдеров – низкая².

В научной литературе подтверждается, что голосующие акционеры также следят за качеством управления в целевой фирме. Результаты голосования определяются главным образом целями предложения и активностью иницирующих их акционеров³. Однако вне зависимости от рассматриваемого вопроса предложения пользуются большей поддержкой со стороны голосующих при наличии в компании «глубоко окопавшихся» менеджеров и неэффективных советов директоров⁴. (8)

Состав голосующих акционеров также имеет значение⁵. С одной стороны, поддержка голосующих возрастает при институциональной собственности и уменьшается при инсайдерской собственности. С другой стороны, страховые компании и управления банков по доверительным операциям с меньшей степенью вероятности поддерживают инициативы акционеров, чем другие институциональные инвесторы.

¹ Renneboog L. and P. Szilagyi 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188.

² Smith M.P., 1996. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. JOURNAL OF FINANCE, 51, 1996, 227–252.

³ Gillan S.L. and Starks L.T., ‘The evolution of shareholder activism in the United States’, JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, vol. 19, 2007, p. 55–73.

⁴ Ertimur Y., Ferri F. and Stubben S.R., ‘Board of Directors. Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals’, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 16, 2010, p. 53–72; Renneboog L. and P. Szilagyi, 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188.

⁵ Cremers K.J. M. and Romano R., ‘Institutional investors and proxy voting: The impact of the 2003 mutual fund voting disclosure regulation’, Working paper (European Corporate Governance Institute, 2007).

Последние могут считаться весьма чувствительными к давлению в связи с существующими или потенциальными деловыми отношениями с фирмами, в которые они инвестируют, что повышает риск конфликтов при голосовании¹.

В американской научной литературе изучается воздействие предложений акционеров на стоимость акций приблизительно в даты направления по почте уведомлений о проведении конкурентного голосования². В ранних исследованиях отсутствуют доказательства признания предложений акционеров в качестве соответствующего контрольного механизма участниками рынка³. Однако L. Renneboog и P. Szilagyi обнаружили значительное положительное влияние объявлений о таких предложениях на стоимость акций компании. Такая реакция особенно чувствительна к целям предложения, но в основном определяется результатами работы и качеством структур корпоративного управления компании в прошлом⁴.

(9)

¹ Brickley J.A., Lease R.C. and Smith C.J. 'Ownership structure and voting on antitakeover amendments', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 20, 1988, p. 267–291; Pound J., 'Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 20, 1988, p. 237–265.

² Bhagat S., 'The effect of pre-emptive right amendments on shareholder wealth', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 12, 1983, 289–310; Bhagat S. and Brickley J.A., 'Cumulative voting: The value of minority shareholder voting rights', JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, vol. 27, 1984, p. 339–365.

³ Karpoff J.M., Malatesta P.H. and Walkling R.A., 'Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 42, 1996, p. 365–395; Bizjak J.M. and Marquette C.J., 'Are shareholder proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills', JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, vol. 33, 1998, p. 499–521; Del Guercio D. and Hawkins J., 1999. 'The motivation and impact of pension fund activism', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 52, 293–340; Prevost A.K. and Rao R.P., 'Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?', JOURNAL OF BUSINESS, vol. 73, 2000, p. 177–204; Thomas R.S. and Cotter J.F., 'Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 13, 2007, p. 368–391.

⁴ Renneboog L. and P. Szilagyi 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188.

7.2. Регулирование

Опыт США, касающийся роли предложений акционеров для улучшения корпоративного управления, вряд ли может быть применим в европейских условиях. Во-первых, в США, в отличие от Европы, эти предложения являются необязательными. Во-вторых, законодательные и нормативные акты, регламентирующие доступ акционеров к доверенному лицу, могут быть различными в зависимости от страны. Все это влияет на стимулы, имеющиеся у акционеров, выдвигающих вопросы на рассмотрение, и на расходы, возникающие у таких акционеров. В-третьих, рыночно ориентированная англо-американская модель корпоративного управления сильно отличается от ориентированных на акционеров режимов континентальной Европы. Интересы миноритарных акционеров гораздо лучше защищаются по общему праву США и Великобритании, а компании континентальной Европы часто нарушают правило «одна акция – один голос», выпуская акции разнообразных классов, создавая пирамиды или занимаясь перекрестным участием в акционерном капитале¹. В континентальной Европе акционерная собственность также является более концентрированной. В то время как в США банки являются преимущественно пассивными инвесторами, в таких странах, как Германия, они активно участвуют в конкурентном голосовании². Наконец, крупные кредиторы и сотрудники часто представлены в советах директоров

(10)

¹ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R., 'Law and finance', JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 106, 1998, p. 1113–55; Martynova M. and Renneboog L., 'Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 14, 2008, p. 200–223.

² Barca F. and Becht M., The Control of Corporate Europe (Oxford: Oxford University Press, 2001); Faccio M. and Lang L.H. P., 'The ultimate ownership of Western European corporations', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 65, 2002, p. 365–95.; Franks J. and Mayer C., 2001. 'Ownership and control of German corporations', REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, vol. 14, 2001, p. 943–77.

компаний в континентальной Европе, что приводит к конфликтам интересов между советом и внешними акционерами¹.

Роль предложений акционеров для корпоративного управления зависит от:

- степени, в которой законодательные и нормативные акты поддерживают доступ акционеров к процессу назначения доверенных лиц;
- правил и практики проведения конкурентных голосований;
- обязательности реализации предложений, за которые проголосовало большинство акционеров;
- реакции рынка на выдвижение предложений и голосование по ним.

(11)

Теперь оценим различия, существующие в этом отношении в европейских странах и в США.

7.2.1. Являются ли предложения акционеров обязательными в силу закона?

Основным различием в правовом режиме предложений акционеров, существующем в США и Европе, является тот факт, что принятые предложения носят лишь рекомендательный характер в США, но являются законодательно обязательными в Великобритании и большинстве стран континентальной Европы (за исключением Нидерландов)².

7.2.2. Кто может представлять предложения на годовом и внеочередном собраниях акционеров?

В корпоративном законодательстве и наилучших практиках корпоративного управления европейских стран, как правило, признается, что для защиты своих интересов миноритарные акционеры должны иметь

¹ Roe M. 'Explaining Western securities markets', in: Grandori A., ed., Corporate Governance and Firm Organization: Microfoundations and Structural Forms. (Oxford: Oxford University Press, 2004), p. 279–96.

² Cziraki P., L. Renneboog, and P. Szilagyi, 2010, Shareholder Activism Through Proposals: the European Perspective, EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 16, 738–777.

доступ к общим собраниям, а также право ставить свои предложения на конкурентное голосование.

Великобритания

Акционеры, владеющие не менее чем 5% выпущенного акционерного капитала фирмы, могут направлять предложения на голосование на общем собрании. В качестве альтернативы группа, состоящая из не менее чем 100 акционеров, каждый из которых инвестировал не менее 100 фунтов стерлингов, также может выдвинуть предложение. Для созыва внеочередного общего собрания необходима поддержка со стороны владельцев не менее чем 10% голосующих акций.

Франция

(12)

Акционеры, владеющие 5% голосующих акций, могут выдвигать предложения и созывать внеочередные собрания. Это требование постепенно снижается по мере увеличения капитала: до 4%, если капитал компании составляет от 750 тыс. до 4,5 млн евро; 3%, если он составляет от 4,5 до 7,5 млн евро; 2%, если капитал компании – от 7,5 млн до 15 млн евро и 1% при капитале компании свыше 15 млн евро. Заслуживает внимания следующее положение Коммерческого кодекса Франции: даже если собрание может принимать решения только по вопросам, стоящим на повестке дня, «собрание, тем не менее, в любых обстоятельствах может снимать с должности одного или нескольких директоров или членов наблюдательного совета и заменять их»¹. Акционеры, имеющие право изменять повестку дня собрания, также могут предъявлять требование о созыве собрания представителем, назначенным судом².

Германия

Закон об акционерных обществах (Aktiengesetz) предусматривает возможность включения новых вопросов в повестку дня и созыва внеочередных собраний акционерами, владеющими не менее чем 5% голосующих акций. Однако любой акционер может добавлять свои предложения к существующим вопросам,

¹ Commercial Code/Book II title II chapter V section III Article L225–105 and L225–120.

² Commercial Code/Book II title II chapter V section III Article L225-103; 2001 May.

включенным в повестку дня собрания. Таким образом, инициаторы предложений часто включают даже университетских профессоров¹. Аналогичный австрийский Aktiengesetz также предусматривает возможность созыва общих собраний акционерами, владеющими не менее чем 5% голосующих акций, однако предложения могут выдвигаться только акционерами, владеющими 1% уставного капитала или акциями номинальной стоимостью 70 тыс. евро².

Норвегия

В Кодексе практики корпоративного управления Норвегии также содержится требование к компаниям об информировании всех акционеров о созыве общего собрания и об их праве «предлагать решения в отношении вопросов, которые будут рассматриваться общим собранием». Акционеры, владеющие не менее чем 5% выпущенного акционерного капитала, имеют право на созыв внеочередного собрания.

(13)

Нидерланды

Для созыва внеочередного собрания необходимо владеть десятью или более процентами голосующих акций. Предложения могут подаваться акционерами, пакет акций которых составляет не менее 1% уставного капитала, или номинальная стоимость которого равна 50 млн евро и представлена акциями и сертификатами акций фирмы³. Однако только руководство или наблю-

¹ Эххард Венгер и Леонхард Кноль, оба из Julius-Maximilians Universität Würzburg.

² В австрийском Aktiengesetz также предусматривается, что в случае созыва собрания акционером вопрос о том, будут ли расходы оплачиваться компанией или акционером, решается на самом собрании.

³ Нидерландские сертификаты представляют собой торгуемые на бирже депозитарные расписки, выпущенные по инициативе наблюдательного совета, предоставляющие права на распределение денежного потока, но не предоставляющие прав на голосование. Они призваны заменить обыкновенные акции, которые депонируются у эмитента. Администрация приобретает все права голоса по погашенным акциям, получая тем самым голосующее большинство в компании. Администрация всегда дружелюбно настроена по отношению к правлению и находится под управлением членов наблюдательного совета и (или) правления, а также внешних физических лиц.

дательный совет может предлагать решения по определенным вопросам, включая поправки в устав, эмиссии акций, права подписки, продажу активов и роспуск самой фирмы. Кроме того, положения устава, ограничивающие полномочия общего собрания по внесению изменений в устав, могут изменяться только по единодушному решению общего собрания, на котором представлено 100% акционерного капитала.

Швейцария

Если иное не предусмотрено в уставе, акционеры должны владеть акциями на сумму 1 млн швейцарских франков в выпущенном в обращение акционерном капитале для того, чтобы иметь возможность предлагать вопросы к внесению в повестку дня собрания. В соответствии с рекомендациями, содержащимися в Кодексе корпоративного управления Швейцарии, такие крупные банки и компании, как UBS и Novartis, снизили данный порог, и часто требование относительно минимального владения акциями составляет менее 0,1%. Внеочередное собрание может созываться по требованию, поданному акционерами, владеющими не менее чем 10% выпущенного в обращение акционерного капитала.

(14)

Россия

Акционеры, владеющие двумя или более процентами голосующих акций, могут предлагать вопросы к внесению в повестку дня общего собрания; при этом для созыва внеочередного собрания требуется владение 10% голосующих акций.

США

Акционеры, владеющие 1% голосующих акций или акциями рыночной стоимостью 1000 долларов США, могут выдвигать предложения на конкурентное голосование акционеров. Акционеры американских компаний не имеют права созывать внеочередные собрания, если иное не предусмотрено в уставе или уставных документах корпорации. Однако с момента начала финансового кризиса Комиссия по ценным бумагам и биржам расширила объем вмешательства акционеров в деятельность компаний. В 2009 году Комиссия аннулировала положение Правила 14a-8, разрешающее

компаниям снимать с повестки дня конкурентное голосование относительно замены ее генерального директора. После принятия Закона Додда–Франка о реформе Уолл-Стрит и Закона о защите прав потребителей в июле 2010 года, Комиссия по ценным бумагам и биржам также ввела Правило 14a-11, направленное на предоставление некоторым категориям акционеров доступа к конкурентной процедуре выдвижения в члены советов директоров. Кроме того, было скорректировано Правило 14a-8 для того, чтобы дать возможность акционерам выдвигать предложения, направленные на установление более либеральных процедур выдвижения в советы директоров¹. Важно отметить, что эти изменения в настоящее время позволяют активистам-акционерам получать прямое представительство в советах, не проводя при этом дорогостоящих конкурентных выборов. Закон Додда–Франка также повысил подотчетность советов директоров акционерам, сделав обязательными разъяснения относительно политики вознаграждения и «золотых парашютов» – высоких компенсаций уходящим в отставку или увольняемым топ-менеджерам, а также установив запрет на дискреционное голосование брокеров при избрании директоров и по вопросам вознаграждения.

(15)

7.2.3. Как работает процесс привлечения голосов других акционеров при конкурентном голосовании?

Выдвигающий предложение активист обычно стремится заручиться поддержкой других акционеров. Европейская комиссия указывает на существование

¹ В соответствии с Правилом 14a-11 акционеры, имеющие право номинировать, или их группы должны владеть 3% инвестиций и обладать правом голоса в компании в течение не менее чем трех лет на момент предоставления уведомления о выдвижении в состав совета директоров. Количество номинируемых лиц может достигать 25% от общего количества мест в совете директоров, в том числе в случае, когда совет директоров разбит на классы. Согласно Правилу 14a-8 предложения о проведении конкурентных выборов могут выдвигаться акционерами, владеющими 2000 долларами чистой стоимости голосующих ценных бумаг фирмы в течение не менее одного года.

значительных различий в правилах и процедурах привлечения голосов акционеров при конкурентном голосовании в европейских странах¹. Например:

- Великобритания – запрос о привлечении голосов других акционеров включается в соответствующие документы и распространяется среди всех акционеров;
- другие страны – запрещается привлечение голосов за счет фирмы. Поэтому расходы по предъявлению и распространению запроса о привлечении голосов других акционеров подлежат оплате активистом.

Участие акционеров в годовых собраниях

В исследовании Manifest приводятся доказательства достаточной стабильности доли акционеров крупных фирм, участвующих в годовых собраниях, во всех европейских странах: во Франции на таких акционеров приходится 55,5% голосующего капитала, в Германии – 54,8%, в Великобритании – 61,8%². Однако Европейская комиссия добавляет, что доля присутствия владельцев акций, находящихся в свободном обращении, как правило, низка в континентальной Европе (10,1% в Германии и 17,5% во Франции) по сравнению с Великобританией – 53,2%³.

(16)

Множество факторов мешают акционерам или лишают их желания участвовать в голосовании в странах континентальной Европы. Среди них: позднее представление или неполнота информации о собрании; слишком сжатая форма решений и чрезвычайно короткий период уведомления о собрании часто не дают акционерам возможности присутствовать на нем; положения, существующие в некоторых странах, делают конкурентное голосование излишне обременительным и слишком дорогостоящим процессом.

¹ European Commission, Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Exercise of Voting Rights by Shareholders of Companies Having Their Registered Office in a Member State and Whose Shares are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2004/109/EC–Impact Assessment. European Commission, 2006.

² Manifest, Proxy Voting 2007 – A Pan-European Perspective, Manifest Information Services, 2008.

³ European Commission (2006), id.

Во многих юрисдикциях действует практика блокировки акций, когда для получения возможности голосовать на собрании акционеры должны депонировать свои акции на несколько дней до проведения общих собраний. Цель этой процедуры – обеспечить условие: чтобы лица, собравшиеся для голосования, фактически являлись акционерами по состоянию на дату голосования. Однако это очень дорогостоящая для акционеров процедура, поскольку она не дает им возможности отчуждать акции в течение нескольких недель до проведения общих собраний¹.

Структура собственности

С точки зрения привлечения голосов других акционеров при конкурентном голосовании важно учитывать тот факт, что структура собственности в крупных американских фирмах, как правило, очень распыленная. В Великобритании она несколько более сконцентрирована, а в континентальной Европе – значительно более сконцентрирована. В средней британской фирме восемь или более акционеров должны объединить свои усилия, чтобы стать голосующим большинством, что создает серьезные проблемы при создании голосующих коалиций². Тем не менее, размер обычного голосующего блока в Великобритании составляет 10%, что в два раза превосходит его размер в США³.

Самые крупные голосующие блоки в континентальной Европе, как правило, еще большего размера: в среднем от 20% во Франции до 44% в Нидерландах

(17)

¹ European Commission (2006), id; DSW, Shareholders' Meetings in Europe, DSW – Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, 2008; Ertimur Y., Ferri F. and Stubben S.R., 'Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 16, 2010, p. 53–72; Manifest (2008): see above.

² Goergen M. and Renneboog L., 'Strong managers and passive institutional investors in the UK', in: Barca F. and Becht M., eds., The Control of Corporate Europe (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 259–284.

³ Becht M. and Mayer C., 'Introduction', in: Barca F. and Becht M., eds., The Control of Corporate Europe (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 1–45.

и 57% в Германии¹. Формирование этих голосующих блоков, как правило, происходит через пирамидальные структуры собственности: почти 40% крупнейших фирм Австрии, Франции и Германии находятся в собственности пирамид. Фирмы континентальной Европы также часто отклоняются от правила «одна акция – один голос», выпуская разнообразные классы акций, предоставляя многочисленные права на голосование и вводя предельные значения права на голосование. Например, во Франции существует возможность установления двойного права голоса для именных акций, находившихся в собственности в течение двух лет. DSW показывает, что существование таких структур допускается во всей континентальной Европе, за исключением нескольких стран, таких как Австрия, Германия и Норвегия, в то время как они практически отсутствуют в США и Великобритании². (18)

Держателями голосующих блоков в американских фирмах, как правило, являются менеджеры или директора, за которыми следуют институциональные инвесторы. Последние, скорее всего, склонны поддерживать инициированную акционерами подачу предложений, хотя часто они отличаются пассивностью или просто склонны выражать свое недовольство выходом из капитала компании³. Создание голосующих блоков инсайдеров должно, очевидно, снизить вероятность выдвижения предложения или его последующего принятия на голосовании акционеров. С одной стороны, менеджеры и директора вряд ли отдадут свои

¹ Средняя рыночная капитализация десяти ведущих нефинансовых компаний значительно ниже в Европе по сравнению с США. В Европе размер ведущих фирм Великобритании в два раза превышает размер ведущих компаний в континентальной Европе (La Porta et al., 1998).

² DSW, Shareholders' Meetings in Europe, DSW – Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, 2008; Ertimur Y., Ferri F. and Stubben S.R., 'Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals', JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, vol. 16, 2010, p. 53–72.

³ Becht M., 'Beneficial ownership in the United States', in: Barca F. and Becht M., eds., The Control of Corporate Europe (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 285–299.

голоса в пользу предложения акционера. С другой стороны, наличие права собственности у инсайдеров поможет сблизить интересы инсайдеров и акционеров, таким образом уменьшая озабоченность миноритарных акционеров относительно экспроприации акций.

Самыми важными собственниками корпораций в Великобритании являются институциональные инвесторы, которые, как правило, так же пассивны, как их коллеги в США. Часто это приводит к значительному укреплению власти советов директоров. С одной стороны, голоса, не использованные акционерами, находятся под контролем совета директоров¹. С другой стороны, сами директора являются вторыми по величине держателями голосующих блоков в британских компаниях.

(19)

В то время как 63% британских корпораций можно считать находящимися в собственности широкой общественности, 50–60% фирм континентальной Европы фактически принадлежат семьям. Кроме того, многие крупные компании контролируются банками и холдинговыми структурами². В отличие от США и Великобритании, где банки не владеют значительным капиталом компаний, в Германии и Португалии они контролируют 15% крупнейших фирм, а во Франции и Швейцарии – 5% компаний³. В Германии фактическое право банков на участие в голосовании значительно превышает их доли собственности, поскольку они, как правило, голосуя по доверенности, осуществляют права голоса по депонированным у них акциям⁴.

¹ Goergen M. and Renneboog L., 'Strong managers and passive institutional investors in the UK', in: Barca F. and Becht M., eds., *The Control of Corporate Europe* (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 259–284.

² Faccio M. and Lang L.H. P., 'The ultimate ownership of Western European corporations', *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, vol. 65, 2002, p. 365–95.

³ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R., 'Law and finance', *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, vol. 106, 1998, p. 1113–55.

⁴ Goergen M. and Renneboog L., 'Strong managers and passive institutional investors in the UK', in: Barca F. and Becht M., eds., *The Control of Corporate Europe* (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 259–284.

Кроме того, в Германии такие имеющие листинг на фондовой бирже банки, как Deutsche Bank, Dresdner Bank и Commerzbank, в среднем обладают совокупным пакетом акций в размере 6,8%, но контролируют еще 14,4% голосов по доверенности¹.

7.3. Анализ целей выдвигаемых предложений, результатов голосования и их воздействия на стоимость акций

7.3.1. Количество предложений акционеров

Европа

В нашей европейской базе данных содержится 720 предложений, однако в базе данных Factiva, в Manifest и картотеках корпораций сообщается о результатах голосования лишь в отношении 290 предложений². (20)

195 предложений были выдвинуты в Великобритании на 62 общих собраниях 40 компаний (в 1998–2008 годах).

95 предложений были инициированы на 28 общих собраниях 23 компаний в Австрии, Франции, Германии, Нидерландах, Норвегии, Португалии, России и Швейцарии (в 2005–2008 годах).

США

Наша американская база данных относится к периоду с 1996 по 2005 год и включает данные по 1961 компании, имеющих листинг на NYSE, AMEX

¹ Nibler M., Bank control and corporate performance in Germany: The Evidence, Doctoral Dissertation, University of Cambridge, 1998.

² Распространение результатов голосования не является обязательным во многих европейских странах, включая Бельгию, Францию, Ирландию, Нидерланды, Польшу и Великобританию. В исследовании 2008 года отмечается, что распространение результатов голосования исторически было наилучшей практикой в Великобритании – коэффициент раскрытия составлял 96% среди 250 фирм, входящих в биржевой индекс FTSE. В континентальной Европе эта практика стала широко использоваться совсем недавно даже самыми крупными компаниями, причем коэффициент раскрытия информации увеличился в период с 2005 по 2007 год с 51 до 100% для 100 фирм, входящих в SAC, во Франции, и с 68 до 88% для 25 фирм, входящих в AEX, в Нидерландах.

и NASDAQ. Она основывается на информации, полученной из таких баз данных, как Compustat, CRSP, Thomson Financial CDA/Spectrum, RiskMetrics и ExecuComp. Автор собрал предложения акционеров, поданные против этих фирм, из базы данных конкурентных голосований RiskMetrics, ежегодных анализов корпоративного управления Georgeson Shareholder Communications и заявления доверенных лиц, которые можно получить через базу данных Комиссии по ценным бумагам и биржам – SEC. Окончательная выборка содержит 2436 предложений, поданных в 548 фирмах.

Предложения акционеров выдвигаются в Великобритании и континентальной Европе реже, чем в США. Количество предложений, нормализованных по размеру фондовых рынков, в США в 3–4 раза выше на одну официально зарегистрированную на бирже компанию и почти в два раза выше на стоимость торгуемых акций и рыночную капитализацию. Это показывает, что в целом предложения акционеров играют менее значимую роль в корпоративном управлении в Европе.

(21)

7.3.2. Цели предложения

Европа

Цели предложений европейских акционеров можно классифицировать на девять взаимоисключающих категорий: (i) избрание или снятие с должности директоров; (ii) вопросы корпоративного управления; (iii) ослабление корпоративного управления в интересах руководства; (iv) реструктуризация активов; (v) структура капитала; (vi) политика выплат; (vii) социальная ответственность корпораций; (viii) рутинные вопросы, связанные с проведением общего собрания; (ix) прочие вопросы.

Количество предложений, связанных с избранием или снятием с должности членов совета директоров, было особенно высоким в Великобритании в последней половине периода выборки: число поданных предложений составило 24 до 2003 года и 105 предложений впоследствии. Это не удивительно, поскольку в Великобритании акционеры могут заменять членов совета директоров назначенными ими лицами простым

большинством голосов¹. Хотя две трети предложений в Великобритании касались непосредственно совета директоров, 65 из 95 предложений, поданных в континентальной Европе, относились к вопросам корпоративного управления. Несколько предложений касались качества совета директоров и прав акционеров. Целью 27 предложений было наложение дисциплинарных санкций и предъявление требований о проведении специальной аудиторской проверки. В Великобритании вопросы корпоративного управления рассматривались в целом в 21 предложении.

Следует отметить, что пять из предложений в континентальной Европе были направлены на поддержку (22) руководства или совета директоров, а не акционеров; поэтому их целью было укрепление полномочий корпоративных инсайдеров, а не наложение дисциплинарных мер на них. 21 предложение акционеров касалось вопросов корпоративной социальной ответственности, таких как права сотрудников, контакты с клиентами и экология. Большинство из этих предложений были поданы исключительно в Великобритании и только три – в континентальной Европе. Было подано в целом 11 предложений о реструктуризации активов, 15 касались требований об изменении политики выплат вознаграждения, семь предложений, поданных в Великобритании, были направлены на изменение структуры капитала, а пять – на решение рутинных вопросов, связанных со временем и местом проведения общих собраний.

США

Выборка по американским компаниям содержит 847 предложений акционеров. Более половины из них были инициированы после 2001 года, что по времени совпало с обострением проблем корпоративного управления после скандала с Enron и последующих скандалов, связанных с бухгалтерским учетом. Количество предложений, касающихся советов директоров и вопросов голосования, было относительно стабильным и находилось на уровне 437 и 303 предложений

¹ Buchanan B., Netter J.M. and Yang T., 'Are shareholder proposals an important corporate governance device? Evidence from US and UK Shareholder Proposals', Working paper. Seattle University, 2010.

соответственно. Однако число предложений с требованием о независимости председателя совета директоров и об избрании директоров большинством голосов в 2000-е годы значительно возросло. 551 предложение касалось вознаграждения исполнительных лиц, что более чем в два раза превышает число аналогичных предложений (247) в 1987–1994 годах¹. Участие компании Arthur Andersen в крахе Enron также вызвало существенный рост количества предложений, касающихся качества аудиторских проверок, причем 57 из 63 были инициированы после 2001 года. На фоне подъема фондового рынка в конце 1990-х годов увеличилось количество предложений, направленных на продажу целевой фирмы; однако впоследствии оно уменьшилось – 80 из 91 предложений были поданы до 2002 года.

(23)

Данные США позволили распределить предложения по разным уровням в зависимости от типа инициатора. Из институциональных спонсоров активными были профсоюзные пенсионные фонды, подавшие 810 предложений, в том числе 506 предложений в 2003–2005 годах. В то же самое время они стремились внедрять все больше новшеств, используя конкурентное голосование и СМИ против менеджмента². Государственные пенсионные фонды были активными спонсорами предложений до начала 1990-х годов, когда они изменили свою стратегию на частные переговоры с руководством компаний³. Хедж-фонды и другие инвести-

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 57, 2000, p. 275–305.

² Prevost A.K., Rao R.P. and Williams M.A., 2008. 'Labor unions as shareholder activists: Champions or detractors?', Working Paper, Ohio University, 2008.

³ Carleton W.T., Nelson J.M., Weisbach M.S. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF. JOURNAL OF FINANCE, 53, 1998, 1335–1362; English P.C. II, Smythe, T. I., McNeil, C. R., 2004. The «CalPERS effect» revisited. JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 10, 2004, 157–174; Wu Y.. The impact of public opinion on board structure changes, director career progression, and CEO turnover: evidence from CalPERS' corporate governance program. JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 10, 2004, 199–227.

ционные фонды полагались на более противоречивые стратегии, благодаря которым они занимали должности в низкоэффективных компаниях и непосредственно выходили на их руководство¹. Скоординированные группы, такие как ныне прекратившая свое существование Ассоциация по защите прав инвесторов США (IRAA), социально ответственные и религиозные инвесторы подали 170 и 112 предложений (соответственно). Только два предложения спонсировались нефинансовой фирмой – WHX Corp against Global Industrial Technologies в 1999 году, чему предшествовало неудачное предложение об агрессивном поглощении. Остальные 1189 предложений подавались физическими лицами. Самые заметные и агрессивные инвесторы активно работали в течение многих лет. Среди них – Эвелин Дэвис, семьи Чеведден, Росси и Джилберт, в общей сложности подавшие 516 предложений.

(24)

Государственные пенсионные и инвестиционные фонды интересовались главным образом механизмами недопущения поглощений. В целом предложения, поступавшие от этих групп активистов, были направлены на укрепление внутреннего и внешнего контроля. Профсоюзные пенсионные фонды привлекали фирмы к решению более широкого спектра вопросов, касающихся голосования на общих собраниях акционеров, вознаграждения и аудита. Их предложения отражали также законные опасения, связанные с взяточничеством руководства, озабоченность высоким уровнем компенсации топ-менеджеров при увольнении, зависимость компенсации от результатов работы,

¹ Becht M., Franks J., Mayer C. and Rossi S., 'Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund', REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, vol. 22, 2009, p. 3093–3129; Bradley M.H., Brav A., Goldstein I., Jiang W. Activist arbitrage: a study of open-ending attempts of closed-end funds. JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 95, 2010, 1–19; Brav et al., 2008; Clifford C.P., 2008. Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 14, 2008, 323–336.; Greenwood R., Schor M., 2009. Investor activism and takeovers. JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 92, 2009, 362–375; Klein A. and Zur E., 'Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors', JOURNAL OF FINANCE vol. 64, 2009, p. 187–229.

отнесение акционерных опционов на издержки, процесс избрания большинства членов советов директоров. Незначительное количество предложений профсоюзов были непосредственно связаны с благосостоянием сотрудников, направлены на обеспечение их представительства в советах директоров или на привязывание вознаграждения исполнительных лиц к социальным критериям. Социально ответственные и религиозные инвесторы, как правило, инициировали предложения в отношении разбитых на классы советов директоров и повышения их профессионального уровня, выступали за большую открытость советов директоров, настаивали на пересмотре или ограничении вознаграждения исполнительных лиц. (25)

7.3.3. Результаты голосования

Европа

Предпринятый анализ показывает, что за предложения акционеров, поданные в Великобритании, было отдано в среднем 30,3% голосов. После 2003 года результаты голосования существенно улучшились и совпали с данными по США¹. Предложения акционеров в континентальной Европе пользовались меньшей поддержкой при голосовании – в среднем 21,1% голосов. В Великобритании наиболее успешными были предложения, направленные на избрание или снятие с должности директоров: за них отдавалось в среднем 38,6% голосов. В период после 2003 года многие из них фактически получали большинство голосов. Несмотря на их менее широкое использование, аналогичные предложения в компаниях континентальной Европы также оказывались успешными: за них отдавалось в среднем 46,5% голосов в 2007 и 2008 годах. Это свидетельствует о том, что голосующие акционеры рассматривают предложения, связанные с конкурентным голосованием, в качестве серьезного сигнала о наличии проблем с корпоративным управлением. За предложения, направленные на реструктуризацию активов,

¹ Renneboog L. and P. Szilagyi, 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188.

отдавалось также значительное количество голосов – в среднем 36,3%. Следует отметить, что эти инициативы были более успешными в последней половине периода выборки; большинство из них были приняты при голосовании акционеров после 2006 года и в Великобритании, и в странах континентальной Европы.

Результаты голосования по оставшимся целям предложений были значительно более низкими. За предложения, непосредственно связанные с корпоративным управлением, было отдано лишь 15,5 и 19,7% голосов в Великобритании и континентальной Европе (соответственно). Пять предложений в континентальной Европе, поданных в интересах менеджмента или совета директоров, а не акционеров, получили поддержку в среднем 21,2% голосующих. За предложения, касающиеся выплат вознаграждения, было отдано 16,3% голосов в Великобритании; они не пользовались успехом и в континентальной Европе. В соответствии с результатами, полученными для США¹, предложения, затрагивающие сферу корпоративной социальной ответственности, получили еще меньше поддержки – в среднем 7,3% голосов. Наконец, за предложения, направленные на рутинные вопросы и вопросы структуры капитала, было отдано 4,6 и 4,3% голосов (соответственно).

Хотя руководство должно оспаривать предложения акционеров, если они используются в качестве дисциплинарного инструмента внешними акционерами, это не всегда происходило с предложениями из нашей выборки. Результаты указывают на два существенных различия между Великобританией и континентальной Европой в плане воздействия рекомендаций, данных менеджментом относительно голосования по отдельным предложениям. Во-первых, руководство компаний рекомендовало проголосовать «против» 186 из 195 предложений в Великобритании и лишь против 68 из 95 – в континентальной Европе. Во-вторых, имеются доказательства, что поддержанные менеджментом

(26)

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'The evolution of shareholder activism in the United States', JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, vol. 19, 2007, p. 55–73.

предложения в большинстве случаев принимались при голосовании акционеров в континентальной Европе, но не принимались в Великобритании. Полученные результаты в очередной раз показывают, что в континентальной Европе предложения часто направлены на продвижение интересов руководства компаний, а не акционеров, в то время как в Великобритании любые такие попытки обречены на провал.

США

В американских компаниях поддержка предложений акционеров при голосовании составила в среднем 33,8%, значительно увеличившись с 29,4% в 1996 году до 37,9% в 2005 году. Поддержка предложений постепенно увеличивалась с середины 1980-х годов главным образом благодаря росту институциональной долевой собственности¹. Тем не менее, значительное улучшение стало заметным лишь после 2001 года и совпало с корпоративными скандалами начала 2000-х годов и введением в июне 2003 года правила Комиссии по ценным бумагам и биржам о раскрытии информации о голосовании доверенных лиц паевых инвестиционных фондов.

(27)

Предложения, касающиеся механизмов противодействия поглощениям, привлекли, наверное, самую большую долю голосов – в среднем 55,1%. Высокие результаты голосования были получены при рассмотрении вопроса о крупном вознаграждении увольняемым директорам – 42,7%. За предложения, связанные с совершенствованием деятельности совета директоров, было отдано в среднем лишь 20,1% голосов. Наиболее успешными были инициативы, направленные на повышение уровня независимости совета директоров и его председателя, за которые проголосовали 26,8 и 27,7% (соответственно). За предложения, касающиеся правил голосования и вознаграждения исполнительных лиц, были отданы в среднем 33,1 и 22,4% всех голосов (соответственно). В предложениях, связанных с установлением вознаграждения, содержались требования об утверждении

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'The evolution of shareholder activism in the United States', JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, vol. 19, 2007, p. 55–73.

акционерами компенсационных пакетов и привязки вознаграждения к результатам работы. Значительное внимание привлекли инициативы, касающиеся списания акционерных опционов на издержки, которые получили поддержку в среднем на уровне 50,3% голосов.

Предложения, касающиеся поглощений, всегда получали серьезную поддержку, вне зависимости от его инициатора. Государственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды наиболее успешно создавали голосующие коалиции, включавшие в среднем 44,1 и 42,6% голосов (соответственно). На профсоюзные пенсионные фонды приходилась меньшая доля голосов – 35,6%, что может отражать озабоченность акционеров политическими или социальными интересами, продвигаемыми этими организациями, а также объясняться большим разнообразием целей, содержащихся в их предложениях. Доли голосов, полученные группами скоординированных инвесторов и социально ответственными и религиозными инвесторами, составили 29,7 и 20,4% (соответственно). Наконец, активисты-физические лица привлекли 33,1% всех поданных голосов. В действительности несколько «агрессивным» инвесторам, популярным в деловых СМИ, удалось собрать очень значительную группу поддержки при голосовании; особенно большую долю голосов собрали семьи Чеведден и Росси.

Повторно выдвинутые предложения снискали значительно большую поддержку среди голосующих. Если на впервые поданные предложения приходится в среднем 31,2% голосов, то на поданные в шестой раз предложения – 46,7%. Определенная доля этого роста, вероятно, приходится на необъективность выбора¹. С одной стороны, активисты могут повторно подавать только те предложения, в отношении которых они ожидают добиться более высоких результатов. С другой стороны, в соответствии с Правилom 14a-8, если за предложение было отдано менее определенной доли голосов, компания может отказаться от принятия

(28)

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 57, 2000, p. 275–305.

предложений по тому же самому вопросу в течение трех лет¹. За предложения, в отношении которых инициатор предложения не стремился получить поддержку других акционеров при конкурентном голосовании, были отданы в среднем 33,4% всех голосов. И наоборот, средняя доля голосов составляла 43,1%, если инициатор вел борьбу за голоса акционеров, не ставя вопрос о назначении директоров, и достигала 52,0% в случае когда также оспаривались места в совете директоров.

В США в период между 1996 и 2000 годами были реализованы только 17,1% принятых предложений. Однако темпы реализации значительно ускорились в последней части периода выборки – с 23,6% в 2002 году до 70,1% в 2005 году. Существуют также доказательства того, что фирмы все чаще отказываются от положений о сверхбольшинстве и других правил в отношении голосования, нарушающих демократию акционеров.

(29)

Существует устойчивая зависимость реализации принятых предложений от категории его инициатора. Государственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды реализовали 42,5 и 66,7% от принятых ими предложений (соответственно) несмотря на то, что большинство из них были поданы до 2003 года. Коэффициент реализации составил 35% для принятых предложений². Соответственно 34,5, 41,2 и 36,6% принятых предложений были реализованы для групп скоординированных инвесторов, социально ответственных и религиозных инвесторов, а также физических лиц.

¹ Для недопущения исключения предложения, оно должно получить 3% голосов в момент первой подачи, 6% – в момент второй подачи и 10% – в момент третьей подачи. В 1997 году Комиссия по ценным бумагам и биржам предложила увеличить эти ограничения до 6, 15 и 30%, (соответственно), учитывая жалобы компаний о большой загруженности поданными предложениями. Указанные изменения еще не вступили в силу.

² Из 75 предложений профсоюзов, которые были приняты, но не реализованы в 2003–2005 годах, 42 были направлены на отнесение акционерных опционов на издержки. Совет директоров, как правило, выдвигал довод о том, что они ждали внесения поправки в Меморандум о стандартах финансовой отчетности №123 в декабре 2004 года, касающейся вознаграждения в форме акций, или готовились к принятию этой поправки.

7.3.4. Влияние предложений акционеров на стоимость акций

Европа

Для изучения воздействия включенных в выборку предложений на цену акций были проанализированы кумулятивные аномальные доходы (КАД), полученные приблизительно в даты проведения общего собрания. В более ранней литературе изучается изменение цены на акции приблизительно в даты первого объявления предложений в заявлениях доверенных лиц¹. Однако перекрестные данные для европейских стран не позволяют провести подобный анализ. С одной стороны, содержание, выбор времени и методы распространения материалов, связанных с проведением общего собрания, значительно отличаются в разных странах; причем даже в Европейском союзе отсутствуют минимальные стандарты. С другой стороны, в нескольких странах разрешается предлагать вопросы в повестку дня собрания при очень коротком периоде уведомления. Например, в Германии допускается включать вопросы в повестку дня в течение одной недели с момента публикации уведомления о собрании, а во Франции вообще отсутствует предложение, регламентирующее сроки подачи предложений. Поэтому акционеры могут вносить предложения в повестку дня вплоть до момента открытия собрания. По этой причине КАД анализируется с различными временными интервалами до дат проведения общего собрания и таким образом мы фактически измеряем реакцию цены акций на голосование акционеров по включенным в выборку предложениям. При этом существует некоторая вероятность информированности участников рынка о подаче самого предложения в день проведения собрания. Трудность с определением реакции рынка на результат голосования по предложению, вероятно, приводит к снижению результатов и их значимости.

(30)

¹ Bhagat S., 'The effect of pre-emptive right amendments on shareholder wealth', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 12, 1983, 289–310; Bhagat S. and Brickley J.A., 'Cumulative voting: The value of minority shareholder voting rights', JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, vol. 27, 1984, p. 339–365.

С одной стороны, даже если участникам рынка известно о предложении, у них должны быть достаточные ожидания относительно возможности фактического принятия этого предложения. Следовательно, результаты голосования предоставляют нам новую информацию только в случае их отличия от этого прогноза. С другой стороны, на собрании акционеры получают большое количество новой информации и голосуют по многочисленным вопросам, включенным в повестку дня, и связанным, например, с избранием директоров, выплатой дивидендов или годовой отчетностью, а также по другим предложениям, выдвинутым акционерами и менеджментом.

(31)

КАД рассчитывается на основе методологии рыночной модели. Ее параметры оцениваются в течение 200-дневного периода, заканчивающегося за 21 день до даты проведения общего собрания, используя национальные индексы для расчета рыночной доходности¹. Значимость КАД проверяется с помощью стандартизированного структурного Z-теста, предложенного Е. Boehmer с соавторами, и непараметрического обобщенного знакового теста, предложенного А. Cowan². Для обеспечения надежности результатов рассчитываются производные версии параметрического теста с 3000 повторов.

Результаты свидетельствуют о значительной негативной реакции рынка на решения общих собраний, на которых проходило голосование по результатам выборки. Участники рынка могут рассматривать предложения акционеров как подрывающие корпоративное управление³. Однако вероятно, что воздействие

¹ Используемые рыночные индексы: FTSE All Share, DAX30, PSI20, CAC40, AEX, Swiss Market Index [SMI], ATX, RTS, Oslo BMI.

² Boehmer E., Masumeci J. and Poulsen A.B., 'Event-study methodology under conditions of event-induced variance', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 30, 1991, p. 253–272; Cowan A.R., 'Nonparametric event study tests', REVIEW OF QUANTITATIVE FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 2, 1992, p. 343–358.

³ Prevost A.K. and Rao R.P., 'Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?' JOURNAL OF BUSINESS, vol. 73, 2000, p. 177–204.

предложений на цену акций определяется негативным сигналом, связанным с проблемами корпоративного управления и неспособностью решить эти проблемы, поскольку большинство предложений, как правило, не принимаются при голосовании акционеров.

США

Воздействие предложений акционеров на стоимость акций измеряется путем расчета кумулятивных аномальных доходностей (КАД) в период, предшествующий первому объявлению предложений. Этот период, как правило, включает даты направления по почте окончательных предложений доверенных лиц, однако 383 предложения были объявлены ранее либо в предварительном заявлении, опубликованном целевой фирмой, либо в материалах доверенного лица, направленных спонсором предложения, в случае борьбы за голоса акционеров. КАД рассчитываются с использованием методологии рыночной модели. Параметры модели оцениваются на основании 200-дневного периода, заканчивающегося за 21 день до дат объявления о предложении, с помощью равновзвешенного индекса CRSP. (32)

Результаты свидетельствуют о значительной положительной реакции стоимости акций на объявление предложений. КАД находятся на низком уровне, а среднее значение и медиана составляют 0,25% и 0,01% (соответственно); они становятся значимыми только при использовании параметрического Z-теста и достигают уровня 5%. Однако КАД для временных интервалов находятся на более высоком уровне и являются значимыми с параметрической и непараметрической точек зрения. Эти результаты остаются стабильными при использовании альтернативных спецификаций рыночной модели, показывая, что участники рынка связывают предложения акционеров с небольшими преимуществами с точки зрения контроля над деятельностью компании. Скромная величина КАД неудивительна. С одной стороны, мы измеряем реакцию рынка на заявления доверенных лиц, а не на предложения физических лиц, что приводит к снижению результатов и их значимости. С другой стороны, предложения

акционеров приводят к менее крупным и более конкретным улучшениям корпоративного управления, чем другие, более радикальные, механизмы внешнего управления, такие как поглощения¹.

Влияние предложений акционеров на стоимость акций не усиливалось во времени, однако было в значительной степени положительным в пиковые периоды фондового рынка, поддерживало активность в сфере слияний и поглощений в 1999-м, 2000-м и 2004 годах и стало отрицательным в 1996-м и 2003 годах. Этот результат поражает, учитывая постоянное улучшение результатов голосования и коэффициентов реализации предложений, и имеет два последствия. Во-первых, выгоды предложений акционеров с точки зрения маржинального контроля будут, вероятно, наиболее ценными при наличии высокой рыночной премии за качественное корпоративное управление, включая премию, выплачиваемую в случае предложения о поглощении². Во-вторых по крайней мере некоторые из этих выгод для контроля реализуются вне зависимости от реализации самих предложений, благодаря дорогостоящим активистским мероприятиям, осуществляемым инициатором предложения, и благодаря репутационному давлению на руководство.

(33)

Результаты нашего исследования содержат положительную реакцию стоимости акций на предложения от инвестиционных фондов, государственных пенсионных фондов и профсоюзных пенсионных фондов. КАД для предложений первых двух групп являются значимыми со статистической и экономической точек зрения: среднее значение составляет 1,34 и 0,68% (соответственно). Предложения профсоюзов привели к меньшему росту стоимости акций – в размере 0,21%, однако они также являются значимыми и составляют 5% при проведении параметрического Z-теста.

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 57, 2000, p. 275–305.

² Cremers K.J. M. and Romano R., 'Institutional investors and proxy voting: The impact of the 2003 mutual fund voting disclosure regulation', Working paper (European Corporate Governance Institute, 2007).

Для остальных категорий инициаторов предложений КАД являются положительными на незначительном уровне. Результаты исследований в целом объясняются широкими возможностями по проведению переговоров, имеющимися у крупных институциональных инициаторов предложений. Одновременно они не соответствуют гипотезе о том, что участники рынка не столь положительно реагируют на предложения институциональных инвесторов, которые могут свидетельствовать о неудачных частных переговорах этих инвесторов с руководством компаний¹.

7.4. Многопараметровый анализ выбора цели, результатов голосования и их воздействия на стоимость акций (34)

Для лучшего понимания роли предложений акционеров для корпоративного управления в Европе и США мы используем модели выборки для определения, каким образом активисты принимают решение о том, в какую компанию обратиться с предложением; и в зависимости от целевой фирмы определяют успех предложения с точки зрения результатов голосования и воздействия на стоимость акций. Использование моделей выборки объясняется тем, что выбор целевой компании и успех предложения, вероятно, зависят от внутренних факторов. С одной стороны, акционер-активист, скорее всего, будет учитывать потенциальный результат до принятия решения о подаче или отказа от подачи предложения, поскольку связанные с подачей предложения расходы существенны. С другой стороны, реакция участников рынка и голосующих акционеров на факт подачи предложения может выходить за пределы самой цели предложения, если она является негативным сигналом существования проблем корпоративного управления или положительным сигналом пристального контроля активиста за фирмой.

¹ Prevost A.K. and Rao R.P., 'Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?', JOURNAL OF BUSINESS, vol. 73, 2000, p. 177–204.

Для выявления характеристик фирмы, определяющих выбор целевой компании и успех предложений в Европе, мы используем комплексный набор данных фондового рынка, сведений о собственности и корпоративном управлении, собранных из баз данных AMADEUS, Bankscope, Compustat, Datastream, Manifest и Thomson OneBanker, а также из корпоративных картотек. В отношении американских фирм мы собираем информацию из баз данных Compustat, CRSP, Thomson Financial CDA/Spectrum, RiskMetrics и ExecuComp. Анализ выбора целевой компании проводится с помощью процесса подбора пар таким образом, что для каждой из них подбирается аналогичная компания сопоставимого размера в рамках ее отрасли. (35)

7.4.1. Каковы различия между компаниями, получающими и не получающими предложения от акционеров?

Мы сравниваем целевые компании, на которые направлены предложения акционеров, и нецелевые компании в Европе и США с точки зрения их финансовых характеристик, рыночных показателей и институционального права собственности. Для Европы практически отсутствуют доказательства преувеличения проблем корпоративного управления в целевых компаниях; причем отсутствуют какие-либо видимые отличия в соотношении долгового и собственного капитала, рыночной и балансовой стоимости. Данные о результатах деятельности показывают, что целевые компании добивались менее высоких показателей, чем нецелевые компании, в течение года, вплоть до двух месяцев до даты проведения общего собрания. Подтверждается существование заметных различий в структуре собственности целевых и нецелевых компаний. Во-первых, доля институциональной собственности в целевых компаниях была выше – 33,0% по сравнению с 21,6% в нецелевых компаниях. Используя классификацию, предоставленную J. Brickley и соавторами¹, мы наблюдаем,

¹ Brickley J.A., Lease R.C. and Smith C.J. 'Ownership structure and voting on antitakeover amendments', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 20, 1988, p. 267–291.

что чувствительные к давлению и не чувствительные к давлению институты также владеют большей долей акций целевых компаний. Обобщенные результаты демонстрируют, что активисты-акционеры рассчитывают на поддержку институтов при голосовании, и это обстоятельство играет определенную роль при выборе ими целевых фирм. Во-вторых, существуют доказательства большей концентрации права собственности в целевых компаниях. Результат, касающийся концентрации собственности, является дополнительным доказательством того, что активисты-акционеры изучают структуру собственности в потенциальных целевых компаниях, поскольку более высокая концентрация права собственности означает, что они должны склонять на свою сторону меньшее количество акционеров для обеспечения поддержки при голосовании. (36)

В рамках нашего исследования также сравнивается качество корпоративного управления целевых и нецелевых компаний с точки зрения эффективности совета директоров и влияния результатов деятельности фирмы на вознаграждение главного исполнительного лица. Качество совета директоров измеряется по (i) размеру, (ii) доле исполнительных директоров, (iii) среднему возрасту независимых директоров и (iv) независимости председателя совета. Полученные данные являются неоднородными в плане сопоставимости двух групп по качеству работы советов директоров. Среднее количество директоров в целевых компаниях составляет 12,8, что значительно больше, чем в нецелевых компаниях (11,4), и превышает оптимальную численность советов директоров (6–8 директоров)¹. Однако отсутствуют доказательства того, что количество независимых директоров в целевых компаниях меньше, чем в нецелевых компаниях: количество исполнительных директоров составляет 36,4% от состава совета в целевых компаниях и 38,0% – в нецелевых компаниях. Отсутствуют также видимые отличия между возрастом и опытом независимых директоров – он

¹ Yermack D., 1996. 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 40, 1996, p. 185–211.

составляет 59,3 и 59,9 лет (соответственно). Разделение между должностями генерального директора и председателя совета директоров имело место в 12% целевых компаний и 17% нецелевых компаний, однако это различие не является значительным.

Зависимость вознаграждения генерального директора от результатов деятельности фирмы измеряется на основании (i) его долевой собственности и (ii) доли вознаграждения, выплачиваемого в форме акций, в общем вознаграждении гендиректора. Руководители целевых компаний владели меньшими пакетами акций своей фирмы (0,7%), чем их коллеги в нецелевых компаниях (2,5%). Однако отсутствуют доказательства того, что вознаграждение генерального директора в целевых компаниях было ниже, чем в нецелевых. На опционы и ограниченные акции приходится в среднем 30,8 и 27,6% от общего вознаграждения генерального директора соответственно.

(37)

США

Описательные статистические показатели для американских целевых и нецелевых фирм получены из баз данных Compustat, CRSP, Thomson Financial CDA/Spectrum, RiskMetrics и ExecuComp. В t-тестах с разницей между средними значениями делается допущение о разных дисперсиях между группами, когда тесты с равной дисперсией отклоняются на уровне 10%. Значимость различий в медианах основывается на тестах Wilcoxon ranksum. Были предприняты сравнения между целевыми и нецелевыми компаниями с точки зрения их финансовых характеристик, рыночных показателей и институциональной собственности. Получены неоднородные доказательства преувеличенности проблем корпоративного управления в целевых компаниях. Размер целевых компаний, как правило, превышал размер нецелевых компаний; величина активов первых составляла 46,5 млрд долларов по сравнению с 7,3 млрд долларов во вторых. Однако отсутствуют доказательства того, что отношение долгового капитала к собственному было ниже или отношение балансовой стоимости к рыночной было выше в целевых компаниях. Данные о результатах деятельности

свидетельствуют о низких показателях деятельности в целевых компаниях. Средняя необработанная доходность по их акциям достигла уровня 14,5%, что ниже равновзвешенного индекса CRSP на 17,8%. Необработанная доходность по акциям нецелевых компаний составила 20,6%, что ниже средневзвешенного индекса CRSP лишь на 11,2%¹. Панель показывает более низкую институциональную собственность в целевых компаниях, со средней долей участия институциональных инвесторов 62,8 и 63,9% (соответственно). Кроме того, чувствительные к давлению инвесторы были чрезмерно представлены, а не чувствительные – недостаточно представлены в целевых компаниях.

(38)

Сравнение структур корпоративного управления в целевых и нецелевых компаниях демонстрирует использование ими механизмов противодействия поглощениям, эффективность работы советов директоров и системы вознаграждения, а также акционерную собственность генерального директора. Индекс корпоративного управления GIM², в котором отслеживаются 24 положения о противодействии поглощениям, подтверждает, что в целевых компаниях менеджеры чаще предпринимали действия, направленные против увольнения их директорами, чем в нецелевых компаниях. Статистика не показывает видимых различий на основании альтернативного Entrenchment Index (Индекса укрепления позиций менеджмента)³. Целевые и нецелевые компании использовали в среднем 2,3 из 6 механизмов, считающихся авторами данного исследования наиболее важными средствами проти-

¹ Хотя в литературе обычно используется равновзвешенный индекс CRSP для количественного измерения доходности по акциям, этот высокодиверсифицированный индекс включает даже самые мелкие акции, торгуемые на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и NASDAQ. Влияние размера объясняет, почему крупные фирмы, отслеживаемые в различных базах данных, постоянно имеют низкое значение этого индекса.

² Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A., 2003. Corporate governance and equity prices. *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 118, 2003, 107–155.

³ Bebchuk L.A., Cohen A., Ferrell A. What matters in corporate governance? *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES*, 22, 2009, 783–827.

водействия поглощению: разбивка советов директоров на классы, меры защиты от поглощений, высокая компенсация увольняемым руководителям, ограничения на поправки, вносимые в нормативные документы и устав, положения о сверхбольшинстве при слияниях.

Качество совета директоров определялось по (i) размеру, (ii) доле независимых директоров и (iii) независимости председателя. Представленные данные содержат неоднородные свидетельства в отношении сравнения целевых и нецелевых компаний с точки зрения управления со стороны совета директоров. Число директоров в целевых компаниях составляло 11,3 человек, что значительно превышает 9,6 директоров в нецелевых компаниях и оптимальную численность совета директоров – 6–8 человек. Кроме того, только в 12% целевых компаний должность генерального директора была отделена от должности председателя совета директоров (по сравнению с 21% для нецелевых компаний). Однако количество независимых директоров в целевых компаниях было больше, чем в нецелевых – 70,9 по сравнению с 66,7%.

(39)

Наконец, мы рассматриваем два аспекта вознаграждения генерального директора (i) его долевою собственность и взаимосвязь вознаграждения с результатами деятельности, считающиеся средством решения проблем с посредничеством¹, и (ii) фактический уровень вознаграждения, который может отражать посреднические проблемы, связанные с взяточничеством со стороны руководства². Пакеты акций генеральных директоров в капитале целевых компаний оказались ниже, чем пакеты акций их коллег в нецелевых компаниях: 1,2% по сравнению с 2,5%. Однако в целевых компаниях вознаграждение генерального директора было относительно высоким, а на опционы и ограниченные акции приходилось в среднем 45 и 42% от его совокупного вознаграждения соответственно. Поскольку

¹ Jensen M.C. and Murphy K.J., 1990. 'Performance pay and top-management incentives', JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 98, 1990, p. 225–264.

² Bebchuk L.A., Fried J.M. Executive compensation as an agency problem. JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, 17, 2003, 71–92.

целевые компании, как правило, являлись более крупными и более значимыми, неудивительно, что они предоставляли более высокое денежное вознаграждение – в размере 8,7 млн долларов США (по сравнению с 4,1 млн долларов США в нецелевых компаниях). Однако измерение аномального вознаграждения, произведенное К. Cremers и R. Romano, показывает недостаточность вознаграждения генеральных директоров по сравнению с размером компаний и с сопоставимыми компаниями отрасли¹. Долларовая чувствительность пакетов опционов, принадлежащих генеральным директорам целевых компаний, также оказалась ниже: стоимость опционов увеличилась на 6,56 долларов по сравнению с 10,73 на каждые 1000 долларов увеличения стоимости фирмы. (40)

7.4.2. Методология

Мы проводим множественный регрессивный анализ выбора целевой компании и успеха предложений акционеров с использованием модели выборки, часто именуемой тобитной моделью 2-го типа². Эта модель определяется следующим образом:

$$y_{1it}^* = X_{1it}'\beta_1 + \varepsilon_{1it}, \quad (1)$$

$$y_{1it} = \begin{cases} 1 & \text{if } y_{1it}^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_{1it}^* \leq 0 \end{cases}$$

$$y_{2it}^* = X_{2it}'\beta_2 + \varepsilon_{2it}, \quad (2)$$

$$y_{2it} = \begin{cases} y_{it} & \text{if } y_{1it}^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_{1it}^* \leq 0 \end{cases}$$

¹ Cremers K.J. M. and Romano R., 'Institutional investors and proxy voting: The impact of the 2003 mutual fund voting disclosure regulation', Working paper, European Corporate Governance Institute, 2007.

² Heckman J.J., 'Sample selection bias as a specification error', *ECONOMETRICA*, vol. 47, 1979, p. 153–161.

где $\{\varepsilon_{1it}^*, \varepsilon_{2it}^*\}$ получаются из нормальной дистрибуции со средним значением 0, дисперсиями σ_1^2 и σ_2^2 и корреляцией ρ_{12} ¹. Переменная y_{1it}^* представляет собой фиктивную переменную, показывающую, является ли компания целевой в году, а переменная y_{2it}^* является результатом интереса, т.е. (i) результатом голосования, наблюдаемым на уровне предложения, или (ii) КАД, наблюдаемым на уровне компании в периоде, предшествующем дате проведения общего собрания. Мы отслеживаем знак y_{1it}^* наблюдаемого, т.е. была ли конкретная компания объектом предложения или нет, и знак y_{2it}^* (результат голосования или КАД), только когда $y_{1it}^* > 0$. Переменные X соответствуют пояснительным переменным. X_{1it} наблюдается для всех и включает переменные на уровне компании (использование заемных средств, отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости, изменение стоимости акций за предыдущий период и институциональное право собственности). Кроме того, X_{2it} включает связанные с предложением переменные (например, рассматриваемый вопрос, количество раз подачи предложения), но не содержит информацию о концентрации собственности для обеспечения, чтобы идентификационные β_1 и β_2 стали векторами коэффициентов модели. (41)

В стандартных условиях предполагается, что вектор ошибок равен независимым и одинаково распределенным чертежам. Мы уменьшаем это допущение и даем возможность создания групп наблюдений, соответствующих определенной компании i , т.е. делаем допущение о том, что вектор ошибок является независимым и одинаково распределенным во всех компаниях, но не обязательно для различных наблюдений в рамках одной и той же компании. Эта процедура повышает надежность результатов и позволяет четко учитывать структуру нашей выборки.

Мы называем Уравнение (1) уравнением выборки, а Уравнение (2) – уравнением результата. Как описано выше, независимая оценка уравнения результата

¹ Amemiya T., 'Tobit models: a survey', JOURNAL OF ECONOMETRICS, vol. 24, 1984, p. 3–61.

не была бы веской альтернативой, поскольку оценочная функция OLS от β_2 является необъективной, когда выбор выборки результата является эндогенным, т.е. $\rho_{12} \neq 0$. Модель выборки касается эндогенности выбора и таким образом делает надежными оценки параметров для уравнения результата.

Следует отметить, что результаты голосования наблюдаются в качестве предложения, а не на уровне фирмы. Таким образом, уравнения выборки перевешивают целевые компании, имеющие многочисленные предложения в отдельно взятом году¹. Поскольку КАД наблюдаются на уровне фирмы, соответствующие уравнения выборки являются объективными.

(42)

7.4.3. Почему компании являются целевыми для предложений акционеров?

Европа

Вероятность выдвижения предложения акционерами оказалась обратно пропорциональной отношению долгового капитала к собственному капиталу компании и отношению рыночной стоимости к балансовой стоимости. Однако отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости также выполняет функцию заменителя информационных асимметрий. Таким образом, знак этой переменной может быть положительным, если выдвижение предложений действует в качестве сигналов. Вероятность подачи предложения обратно пропорционально связана с более ранними показателями по акциям и прямо пропорционально связана с предыдущим оборотом акций. Мы отдельно контролируем вопрос права собственности в разрезе институциональных инвесторов, чувствительных к давлению, и институциональных инвесторов,

¹ Спецификации на уровне компании дали бы объективные результаты для уравнений выборки, однако они приводят к значительной потере информации по предложениям физических лиц. Для обеспечения надежности мы провели анализ на уровне компании, исключив те, в которые были направлены многочисленные предложения в отдельно взятом году, а также используя средние результаты голосования. Результаты для уравнений результатов были аналогичны тем, которые представлены в пункте 7.4.3, однако потеря информации была значительной.

не чувствительных к давлению. Вероятность предложения увеличилась бы в обоих случаях, однако в первом случае – меньше, учитывая угрозу конфликтного голосования со стороны чувствительных к давлению институтов. Наконец, мы ожидаем, что вероятность предложения будет прямо пропорционально связана с концентрацией акционеров. С одной стороны, голосующие коалиции легче создавать при высокой концентрации права собственности в фирме. С другой стороны, активисты могут опасаться экспроприации со стороны сильных крупных акционеров и использовать подачу предложений для защиты интересов миноритарных акционеров.

(43)

Уравнения выборки включают семь переменных, относящихся к качеству корпоративного управления. Качество совета директоров выражается по (i) размеру, (ii) квадрату размера, (iii) доли исполнительных директоров, (iv) возрасту независимых директоров и (v) фиктивной величине, равной единице, если председатель является независимым, и равной нулю, если председатель не является независимым. Ожидаем, что знак размера будет отрицательным, а квадрат размера будет положительным, если советы директоров не будут слишком большими или слишком маленькими. Этот знак должен быть положительным у доли исполнительных директоров и отрицательным у возраста директоров и независимости председателя. Как и ранее переменные, касающиеся вознаграждения генерального директора, включают (i) право собственности и (ii) отношение вознаграждения, выплачиваемого в форме акций, к совокупному вознаграждению. Предполагаем, что знаки будут отрицательными у обеих переменных, в связи с воздействиями, оказываемыми рисками, возникающими у генерального директора в связи с деятельностью компании, на поощрения.

Уравнения выборки достаточно эффективно объясняют, почему фирмы становятся объектом предложений акционеров. Помимо роли, которую уравнение играет в модели выборки, оно также приводит к некоторым результатам самостоятельно и подтверждает, что целевые компании имеют систематические

отличия от своих нецелевых коллег. Во-первых, мы подтверждаем, что вероятность предложения уменьшается в более ранних рыночных показателях и увеличивается в более ранней оборачиваемости акций. Во-вторых, считаем, что компании с большим количеством заемного капитала с меньшей степенью вероятности выбираются в качестве целевых; это связано с ролью заемных средств в уменьшении проблем, связанных со свободными денежными потоками. И, в-третьих, существуют доказательства учета акционерами-активистами структуры собственности фирмы до принятия решения о выдвижении или отказе от выдвижения предложений на конкурентное голосование. (44)

Мы не находим статистических доказательств того, что дополнительные заменители качества корпоративного управления влияют на вероятность предложения; переменные, включающие эффективность совета директоров и зависимость вознаграждения генерального директора от результатов деятельности компании, являются незначительными.

США

Исследования американских компаний показывают, что вероятность выдвижения предложений акционерами прямо пропорционально связана с размером фирмы и отношением балансовой стоимости к рыночной стоимости и обратно пропорционально связана с отношением долгового капитала к собственному капиталу. Вероятность предложения также должна быть обратно пропорционально связана с более ранним изменением стоимости акций компании. Мы обеспечиваем контроль права собственности, имеющих у чувствительных к давлению и не чувствительных к давлению институциональных инвесторов, и предполагаем вероятность уменьшения количества предложений в последней из названных групп инвесторов, в соответствии с их отличными навыками мониторинга и стимулами к мониторингу.

Мы используем Entrenchment Index¹ для учета использования механизмов противодействия поглощениям и ожидаем, что знак индекса будет положительным в регрессиях. Качество совета директоров выражается по (i) размеру, (ii) квадрату размера, (iii) доли исполнительных директоров и (iv) фиктивной величине, равной единице, если председатель является независимым, и равной нулю, если председатель не является независимым. Ожидаем, что знак размера будет отрицательным, а квадрат размера будет положительным, если советы директоров не будут слишком большими или слишком маленькими. Этот знак должен быть отрицательным для независимости директоров и председателя совета директоров. Переменные, касающиеся вознаграждения главного исполнительного лица, включают (i) право собственности, (ii) отношение вознаграждения, выплачиваемого в форме акций, к совокупному вознаграждению, (iii) аномальное наличное вознаграждение, связанное с размером и аналогичными компаниями отрасли, и (iv) долларовую чувствительность общего пакета опционов генерального директора к стоимости фирмы. Знаки будут отрицательными у переменных (i) и (ii) в связи с воздействием чувствительности «вознаграждение-результаты деятельности» на поощрения и положительными у переменных (iii) и (iv) в той степени, в которой высокое вознаграждение генерального директора отражает погоню менеджмента за рентой.

(45)

Пробитные модели очень эффективно объясняют, почему та или иная компания становится объектом предложений акционеров. Целевые компании, как правило, представляют собой крупные и показывающие скромные результаты деятельности фирмы с низкими отношениями балансовой стоимости к рыночной стоимости и низкой долей собственности не чувствительных к давлению институциональных инвесторов. Предложения также гораздо чаще подаются в отношении компаний, которые уже становились объектом предложений.

¹ Bebchuk L.A., Cohen A., Ferrell A. What matters in corporate governance? REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, 22, 2009, 783–827.

Основное влияние на выбор целевых фирм оказывают соображения корпоративного управления. Вне зависимости от целей предложения они с гораздо большей вероятностью подаются в отношении фирм, которые (i) используют положения о предотвращении поглощений для укрепления позиций менеджмента, (ii) имеют неэффективные советы директоров и (iii) имеют плохо мотивированных генеральных директоров. Entrenchment Index является значимым при уровне 5%; он показывает, что вероятность выдвижения предложения возрастает на 5,4% на каждый механизм предотвращения поглощений, имеющийся в фирме. Этот результат является устойчивым для более широкого Индекса корпоративного управления GIM¹. Что касается совета директоров, то мы не находим никаких доказательств релевантности его качества, однако вероятность предложения обратно пропорционально связана с независимостью членов совета и его председателя. Наконец, мы подтверждаем релевантность вознаграждения генерального директора. Вероятность предложения уменьшается и в праве собственности генерального директора, и в доле вознаграждения в форме акций во всем вознаграждении. Одновременно она увеличивается в долларовой чувствительности пакета опционов генерального директора, что подразумевает, что акционеры-активисты связывают избыточное предоставление опционов с погоней менеджмента за рентой. (46)

Регрессии, соответствующие категориям инициаторов предложений указывают, что инвестиционные фонды и государственные пенсионные фонды обладают «правильным» стимулом к повышению дисциплины руководства также, как и профсоюзные пенсионные фонды. В целевых компаниях в представлении всех трех категорий существуют проблемы, связанные с укреплением менеджерами своих позиций во избежание их увольнения акционерами и коррупцией менеджмента. Аналогичным образом отсутствуют четкие

¹ Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A., 2003. Corporate governance and equity prices. QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, 118, 2003, 107–155.

доказательства того, что группы скоординированных инвесторов, социально ответственные и религиозные инвесторы или спонсоры отдельных предложений преследуют своекорыстные цели. Удивительно, что скоординированные инвесторы стремятся выбирать относительно мелкие компании с большим количеством заемных средств. Их целевые компании показывают неудовлетворительные результаты деятельности, имеют высокое отношение балансовой стоимости к рыночной стоимости, а их менеджеры укрепляют свою позицию во избежание увольнения акционерами и слабо мотивированы. В целевых компаниях двух последних групп активистов отсутствуют признаки укрепления менеджерами своих позиций во избежание их увольнения акционерами. В них существуют проблемы с качеством совета директоров и поощрением руководства. Инвесторы – физические лица также ищут фирмы с низкой долей собственности институциональных, не чувствительных к давлению инвесторов.

(47)

7.4.4. Что определяет результаты голосования?

Европа

Хотя результаты голосования обусловлены процессом отбора целевой компании, мы предполагаем, что эти переменные одинаково влияют на вероятность предложений и успех голосования. Мы дополнительно контролируем размер фирмы в уравнениях результата с использованием логарифма активов и исключаем концентрацию акционеров для недопущения проблем эндогенности. Ожидаем, что успех голосования обратно пропорционально связан с размером компании, поскольку проблемы посредничества более остро стоят в крупных фирмах с распыленной структурой собственности; там труднее создавать голосующие коалиции¹.

В дополнение к переменным на уровне компании, уравнения результата включают 11 переменных, в том числе характеристики самих предложений. «Количество раз подачи» – это количество раз

¹ Fama E.F. and French K.R., 'Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?' JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 60, 2001, p. 3–43.

подачи предложения в непосредственно следующие друг за другом годы. Предполагаем, что последовательные повторные подачи нереализованных предложений улучшают результативность голосования, что соответствует ранее полученным результатам для США¹. «Количество предложений на собрании» включает количество предложений, представленных на одном и том же общем собрании. Несмотря на неясность влияния этого фактора на успех голосования, ожидаем, что чем больше предложений подано, тем больше будет поддержка от голосующих акционеров в связи с передачей более сильного сигнала в отношении проблем корпоративного управления. В соответствии с нашими одномерными результатами ожидаем, что предложения, направленные на внесение изменений в состав совета директоров, получают наибольшую поддержку. (48)

Результаты голосования в значительной степени определяются целями предложения. Рутинное предложение в среднем получает 9,2% поданных голосов. Для сравнения: за предложения, направленные на избрание или снятие с должности директоров, подается на 21,8 и 20,6% больше голосов (соответственно), что согласуется с сильным воздействием непосредственной борьбы за голоса акционеров. Мы не находим доказательств того, что за рутинные предложения отдается меньше голосов, чем за другие предложения, в том числе предложения с требованием о реструктуризации активов, за исключением разных разовых предложений с целью заявления требования о возмещении убытков. Результаты также не указывают, что последовательная повторная подача одного и того же предложения или многократные подачи на одном и том же общем собрании влияют на результаты голосования.

Несмотря на тщательный процесс отбора целевой компании, переменные на уровне компании увеличивают значимую объяснительную силу уравнений

¹ Gillan S.L. and Starks L.T., 'Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors', JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 57, 2000, p. 275–305; Renneboog L. and P. Szilagyi, 2011, The Role of Shareholder Proposals in Corporate Governance, JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, 17, 167–188.

результатов. Помимо воздействия на решение о выборе, институциональное право собственности не оказывает видимого воздействия на результаты голосования. Однако удивителен выявленный нами факт, что успех голосования, зависящий от выбора целевой компании, увеличивается, а не уменьшается в предыдущих рыночных показателях целевой компании, в отношении долевого капитала к собственному капиталу и в отношении рыночной стоимости к балансовой стоимости. Это подразумевает, что голосующие акционеры рассматривают подачи предложений в отношении менее вероятных целевых компаний в качестве негативного сигнала о наличии проблем в корпоративном управлении. Из всех переменных, связанных с корпоративным управлением, только чувствительность вознаграждения генерального директора к результатам деятельности влияет на результаты голосования.

(49)

США

Ожидаем, что, во-первых, результаты голосования должны быть обратно пропорционально связаны с логарифмом активов, поскольку распыленность структур собственности в крупных целевых компаниях создает трудности с образованием голосующих коалиций. Во-вторых, мы ожидаем, что успех голосования прямо пропорционально связан с долей собственности не чувствительных к давлению институциональных инвесторов, поскольку они с высокой степенью вероятности поддержат предложения акционеров.

Успех голосования по предложениям акционеров главным образом определяется характеристиками предложения. Предложения, спонсируемые физическими лицами, получают 13,2% отданных голосов. Для сравнения: предложения, направленные на механизмы недопущения поглощения, получают 37,7% поддержки голосующих. Из институциональных инициаторов предложений инвестиционные фонды и государственные пенсионные фонды собирают на 8,3 и 7,4% больше голосов, чем активисты – физические лица. А профсоюзные пенсионные фонды получают 3,8%-ную дополнительную поддержку. Удивительно, что анализ не подтверждает того, что повторные

подачи предложений увеличивают успех голосования. Однако если совет директоров ранее отклонил предложение, поддержанное большинством голосов акционеров, новые предложения получают на 11,5% больше голосов. Результаты также показывают, что успех голосования увеличивается при проведении конкурентного голосования при условии, если инициатор предложения также борется за места в совете директоров. Неожиданно, что положительная или нейтральная рекомендация со стороны совета директоров улучшает результаты голосования на 53,1 и 19,4% (соответственно).

Результаты показывают, что, несмотря на тщательный процесс отбора целевой компании, голосующие акционеры также реагируют на характеристики компании. Успех голосования обратно пропорционально связан с размером фирмы и прямо пропорционально связан с долей собственности не чувствительных к давлению институтов. Более важен тот факт, что существуют доказательства наблюдения голосующими акционерами за качеством корпоративного управления в целевой компании. Entrenchment Index (индекс укрепления позиций менеджмента) является значимым при уровне 1%, вне зависимости от спецификации модели, причем успех голосования увеличивается на 1% на каждый резерв противодействия поглощению. Результаты голосования также показывают ожидаемое нелинейное отношение с размером совета директоров. Примечательно, что доля вознаграждения в форме акций в общем вознаграждении прямо пропорционально связана с успехом голосования; это подразумевает, что акционеры рассматривают структуру вознаграждения генерального директора как доказательство лояльности менеджмента за рентой. (50)

7.5. Выводы

Несмотря на многочисленные обсуждения в научной литературе США контрольной функции предложений акционеров как дисциплинирующего механизма, их роль в европейском корпоративном управлении

рассматривалась редко. Существуют доказательства, что проведение конкурентных голосований в американских компаниях создает акционерам значительные преимущества с точки зрения контроля над ними. Поэтому предложения акционеров должны рассматриваться в качестве полезного дисциплинирующего инструмента, а инициаторы предложений – в качестве ценных агентов мониторинга. Несмотря на их необязательный характер, американские корпорации больше не могут игнорировать предложения, получившие большинство голосов при голосовании акционеров, в связи с высокими репутационными издержками. Тем не менее группы компаний и ученые-юристы часто считают выдвижение предложений излишней и разрушительной процедурой и открыто оспаривают тот факт, что активисты «правильно» используют процесс подачи предложений для повышения уровня дисциплины в компаниях, а не для продвижения своекорыстных интересов. Комиссию по ценным бумагам и биржам США, вероятно, будут упрекать за увеличение объема вмешательства акционеров в дела компаний в качестве реакции на финансовый кризис на том основании, что она не полностью проанализировала последствия своих регулирующих мер.

(51)

В представленной главе показано, что предложения акционеров в действительности представляют собой полезный механизм внешнего контроля, помогающий уменьшить и сгладить обострившиеся посреднические проблемы. Заявления о своекорыстности инициаторов предложений, скорее всего, преувеличены, поскольку эти предложения, как правило, направляются в компании, показывающие низкие результаты деятельности и имеющие неудовлетворительную структуру управления. Более того, голосующие акционеры также следят за качеством корпоративного управления в целевой фирме. Поэтому предложения, которые в конечном итоге принимаются путем голосования акционеров, будут предоставлять по крайней мере некоторые преимущества в плане контроля. Важен следующий факт: рынок также видит значительные преимущества в принятых и, в частности, впервые

представленных предложениях, особенно во время пиков активности на фондовом рынке, когда за высокие стандарты корпоративного управления платится высокая рыночная премия.

В Европе эмпирическое изучение этой темы затруднялось из-за недостаточной доступности данных, а также наличия в европейских странах существенных различий в положениях законодательства, регламентирующих доступ акционеров к конкурентному голосованию, в структуре акционерной собственности, в стимулах к мониторингу и издержках по его осуществлению.

Данная глава вносит вклад в академические исследования, посвященные активности акционеров, поскольку в ней впервые рассматриваются предложения акционеров в девяти европейских странах. Полученные результаты показали, что, по сравнению с США, выдвижение предложений на общих собраниях акционеров остается менее распространенным явлением в континентальной Европе. Разное использование предложений акционеров на двух континентах можно объяснить различиями в издержках, связанных с проявлением активности, а также в законодательных актах, касающихся предложений акционеров: в США они являются необязательными, а в большинстве европейских стран носят обязательный характер. Важность регулирования подтверждается тем фактом, что, хотя британские активисты свободно используют предложения в борьбе за голоса других акционеров с целью изменения состава совета директоров, в континентальной Европе цели предложений до сих пор в значительной степени ограничиваются конкретными проблемами корпоративного управления.

(52)

Несмотря на указанные расхождения на уровне стран, успех предложений акционеров с точки зрения результатов голосования и воздействия на стоимость акций остается ограниченным во всей Европе, вне зависимости от их содержания. В действительности предложения сталкиваются с существенной негативной реакцией участников рынка, когда они выносятся на голосование на общих собраниях. Это показывает, что рынок не только не считает предложения обеспечивающими значимые

преимущества с точки зрения контроля над компанией, но часто интерпретирует голосование акционеров как негативный сигнал о проблемах корпоративного управления в компании. На самом деле, хотя посреднические соображения влияют и на успех голосования, и на стоимость акций, участники рынка особенно негативно реагируют на предложения, выдвинутые на собраниях акционеров тех компаний, которые демонстрируют низкие результаты деятельности.

Выдвижению предложений предшествует процесс внимательного отбора компаний, в ходе которого акционеры-активисты находят фирмы, показывающие слабые результаты и имеющие проблемы в области корпоративного управления. В главе делается вывод о том, что предложения акционеров в Европе реализуются редко по сравнению с США. Тем не менее, предложения акционеров в европейских компаниях в случае их использования служат своеобразным аварийным тормозом, а не рулевым штурвалом: они сигнализируют рынку о существовании разногласий, но не способны предложить решение проблемы.