

BEDŐ ZSOLT

RÉSZVÉNYESI AKTIVITÁS ÉS A VÁLLALAT PIACI ÉRTÉKE: A CALPERS „NO VOTE” KAMPÁNYÁNAK ESETE*

A tanulmányban képet adok a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjrendszerének (CalPERS) tulajdonosi aktivitása által kiváltott részvényesi érték változásáról. Az empirikus próbák kimutatták, hogy a CalPERS „no vote” kampányának hatása, a portfóliójában szereplő vállalati részvények esetében, kumulált abnormális hozamok képződését eredményezi. A hipotézisvizsgálat azonban nem támasztja alá az abnormális hozamok nullától való eltérését, más szóval az eredmények statisztikailag nem szignifikánsak. Az eredmény azért meglepő, mert a sikeres „no vote” kampány a CalPERS számára lehetővé tenné az igazgatóság tagjainak megválasztásakor saját jelölt állítását, ami csökkentené a tulajdonosok és a vállalatvezetők között feszülő információs aszimmetriát. A tulajdonos képviselőjében megjelenő igazgatósági tag javítja a vállalat vállalatirányítási rendszerének megítélését, aminek hosszú távon pozitív piaci hatása lehet. A negatív eredményt magyarázni lehet a „no vote” kampányt szabályozó törvényi rendelkezések közelmúltban történő megalkotásával.

BEVEZETÉS

A 80-as évek végére, 90-es évek elejére a vállalatirányítás politikai modellje vált dominánssá, ami elsősorban az intézményi befektetők pénzügyi erejének a növekedésére vezethető vissza. Az ezredfordu-

lóra ez a csoport az Egyesült Államok tőkepiacain forgó részvények több mint 50 százalékát birtokolta, ami érdekeltté tette ezt a réteget a vállalatok teljesítményének növelésében, más szóval a részvényesi érték maximalizálásában. Az intézményi tulajdonosok a rossz teljesítményt nyújtó, illetve hiányos vagy nem hatékonyan működő vállalatirányítási rendszerrel rendelkező vállalatokat felszólítják a hiányossá-

* Lektorálta: Bélyácz Iván, akadémikus, egyetemi tanár, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdasági kar.

gok korrigálására, valamint javaslatokat tesznek a vállalat hatékonyabb működése érdekében. Az intézményi befektetőknek a részvényesi érték növelését szolgáló aktivitását *részvényesi aktivitásnak* vagy *kapcsolati befektetésnek* nevezzük.

A részvényesek aktív szerepvállalását a Tőkepiaci Felügyelet (Security and Exchange Commission – SEC) Részvényesi Javaslatokról szóló 14a-8 rendelete szabályozza. A hatóság ebben a rendeletben lehetőséget biztosít a részvényesek számára, hogy javaslataikat beadvány formájában belefoglalják az úgynevezett proxy anyagba, melyet a soron következő tulajdonosi közgyűlésen prezentálnak, és a tulajdonosok szavaznak róla. Ezekben a beadványokban fogalmazhatják meg annak készítői a vállalat teljesítményével vagy a vállalatirányítással kapcsolatos problémáikat, illetve javaslataikat.

A részvényesi aktivitás másik lehetséges formája a proxy anyagra leadott szavazatok (úgynevezett proxy szavazat) visszatartása („no vote” kampány), melynek célja elsősorban nem konkrét javaslattétel, hanem a vállalatvezetéssel szembeni elégedetlenség kifejezése. Jelen tanulmányban a részvényesi aktivitás eme formájának a vállalat értékére gyakorolt hatását vizsgálom. Ha például az igazgatóság tagjainak választásakor a szavazatra jogosultak 20%-a az egyes jelöltek esetében szavazatát visszatartja – ami nem jelent „nem” szavazatot –, akkor a részvényesek jogosultak a soron következő közgyűlés elé kerülni igazgatóság összetételét tárgyaló proxy anyagba saját jelöltjeiket is belefoglalni, melyről a közgyűlés szavaz. A szavazás eredményeképpen az

igazgatóságban helyet foglaló részvényesi képviselők jelenléte biztosítja a jobb rálátást a vállalat tevékenységére, a kontrollt, ami a hatékony vállalatirányítás feltetele.

Jelen tanulmányban a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjrendszere (California Public Employees’ Retirement System – CalPERS) – mely a vizsgált időszakban 166 milliárd dollár eszközértékkel Amerika legnagyobb nyugdíjalapja volt¹ – részvényesi aktivitásának a részvényárfolyamokra gyakorolt hatását vizsgálom. A CalPERS 2004-ben 56 portfóliójában szereplő vállalat esetében nyilvánította ki az igazgatósági tagok megválasztásakor proxy szavazat-visszatartási szándékát. Döntését azzal indokolta, hogy a kérdéses vállalatoknál nem szüntették meg az ugyanazon tanácsadó vállalat által nyújtott könyvvizsgálói és pénzügyi tanácsadásból adódó összeférhetlenséget, ami a már ismert Enron, WorldCom, valamint Parmalat botrányokhoz vezetett.

A befektetői aktivitással foglalkozó szakirodalom nem egységes a tevékenység hatékonyságával kapcsolatban. A témával foglalkozó kutatói kör elsősorban a nyugdíjalapok proxy csatáit, valamint a vállalatok megcélzásának részvényesi értékre gyakorolt hatását vizsgálta, s nem fordított figyelmet a szavazatok visszatartásából eredő hatásokra. Így jelen tanulmányban a CalPERS 2004-es „no vote”

¹ A CalPERS ekkor az állami nyugdíjalapok piacáról 8,82%-os szeletet hasított ki. Portfóliójának 67%-át fektette vállalati részvényekbe, ami 9%-kal felülmúlta a szektor átlagát (CalPERS Facts at Glance Report 2004). Relatív piaci súlya, valamint a vállalati részvények teljesítményével szembeni kitettsége is részvényesi aktivitásának magas fokát illusztrálja.

kampányának a vállalati értékre gyakorolt hatása vizsgálatával az irodalomban meglevő hiányosságot kívánom pótolni.

A teljes mintán végzett kísérletek azt mutatták, hogy a „no vote” kampány kihirdetése pozitív kumulált abnormális hozam kialakulását eredményezi, mely a kihirdetés napján 1,47%, valamint a kihirdetést követő 108. napon 3,65%. A hipotézis-ellenőrzés ugyanakkor kimutatta, hogy az eredmény statisztikailag nem szignifikáns, s ez a „no vote” kampány részvényesi értékre gyakorolt hatásának a megkérdőjelezését jelenti. Az eredmény jelentheti azt, hogy a befektetők a CalPERS kampányát nem tekintik elég hatékonynak ahhoz, hogy az a kérdéses vállalatoknál az összeférhetlenséget megszüntesse, de mivel a „no vote” kampány vállalati irányításra gyakorolt hatása csak a következő közgyűlésen jelentkezik, lehet, hogy inkább egy elhúzódó árfolyamhatással kell számolnunk. Ha úgy tetszik, a vizsgálat null-hipotézist elfogadó eredménye, miszerint a kampányok kihirdetésének nincsen statisztikailag szignifikáns rövid távú hatása, ellentmond Richard Koppes, a CalPERS egykori vezetője által tett nyilatkozat szellemiségének: „It makes sense for us to raise the ocean in order to lift our boat” (Stanford Egyetem, 1996. március 21.).

A tanulmány szerkezete a következőképpen alakul: a második fejezetben bemutatom a részvényesi aktivitás lehetséges formái közül a proxy beadvány, nem-proxy beadvány, valamint a szavazat visszatartásának folyamatát. A harmadik fejezetben röviden áttekintem a CalPERS részvényesi aktivitásával foglalkozó iro-

dalmat, valamint a CalPERS aktivitásának főbb állomásait. A negyedik fejezet a felhasznált adatokat és az alkalmazott elemzési módszert írja le. Az ötödik fejezetben az eredmények ismertetésére kerül sor. Végül, a hatodik fejezetben a végkövetkeztetést ismertetem.

RÉSZVÉNYESI AKTIVITÁS

A vállalatkezelési rendszernek két modellje ismert. Az egyik a piac – tranzakció alapú modell, mely szerint a rossz vállalatkezelés eredménye az elégtelen vállalati teljesítmény, aminek egyenes következménye az alacsony részvényárfolyam. A túlságosan alacsony részvényárfolyam felvásárlási célponttá teszi a kérdéses vállalatot. Az akvizíciót követően a rossz eredményt produkáló vezetői grémium elbocsátásával a részvényesi érték maximalizálása veszi kezdetét, ami a vállalati teljesítmény növelésének eredményeképpen következik be. Ez esetben tehát az eredeti tulajdonos nem próbálja meg befolyásolni a vállalat üzletmenetét, hanem egyszerűen eladja a vállalatban meglévő részesedését egy másik befektetőnek. Ez a piaci alapú vállalati irányítási modell a 70-es és 80-as évekre volt jellemző, mára már elvesztette jelentőségét a vállalati irányítás piacán (Black, 1992; Pound, 1992). A 90-es évekre az intézményi befektetők piaci térnyerésével párhuzamosan kezdett kialakulni a vállalati irányítás politikai modellje. Ekkor már nem az új befektető változtatja meg a vállalatvezetők személyét vagy a vállalat stratégiáját, hanem a meglévő tulajdonos tesz

javaslatokat a vállalat teljesítményét befolyásoló intézkedésekre, annak érdekében, hogy a tulajdonosi vagyon növekedjen. *Azt a folyamatot, amelynek során a tulajdonos vagy tulajdonosok egy csoportja javaslatok benyújtásával kíván a vállalat teljesítményén vagy struktúráján változtatni, „részvényesi aktivitásnak” (shareholder activism) nevezzük.*

Alchian, Demsetz (1972), Jensen, Meckling (1976), valamint Fama (1980) koncepcióját alapul véve, a vállalat egy olyan „jogi fikció, mely egyének között létrejövő szerződéses kapcsolatok keretében szolgál”. Ebben a nexusban a részvényesek a tőke juttatásával kockázatot vállalnak, s e kockázat fejében anyagi kompenzációt várnak el. Az anyagi kompenzáció megteremtődése érdekében a részvényesek legfőbb aggodalmát az input- tényezők hatékony allokációja, valamint a kimeneti tényezők helyes szétosztása jelenti. Lévéen a tulajdonos nincsen birtokában azon információnak, amely a vállalat részletes üzleti tevékenységét írja le, így befektetésének kockázatát diverzifikációval próbálja meg csökkenteni. A kockázat csökkentésének másik útja a részvényesi képviselők delegálása igazgatóságba, ami lehetőséget nyújt a menedzserek hatékonyabb felügyeletére. A vállalati érték maximalizálása érdekében az igazgatóságnak mindent el kell követnie, s ez rossz üzleti teljesítmény esetén jelentheti akár a vezetők eltávolítását vagy átszervezését is. Ha az igazgatóság nem képes a szükséges változtatások kezdeményezésére, akkor lehetőség nyílik az úgynevezett „proxy csatára”, melyet az elégedetlen tulajdonosok folytathatnak le a vezetőség vagy még az igazgatóság ellen

is. Ekkor a tét a menedzserek, illetve az igazgatóság tagjainak menesztése, és új személyek delegálása. Fama ezt a folyamatot a menedzserek munkaerőpiacának részeként fogta fel, amely a vállalatvezetők „megfegyelmezését” szolgálja.

A következőkben ismertetem a proxy javaslatok két típusát, melyek lehetőséget biztosítanak a részvényeseknek javaslataik megvitatására és elfogadtatására. Ahogy azt már említettem, proxy javaslatok beterjesztését motiválhatja az elégtelen vállalati teljesítmény, valamint a hibás vállalatirányítás. A közgyűlés által elfogadott javaslatok ugyanakkor nem kötelező érvényűek a vállalatvezetés számára, így a javaslat megvalósulása nem garantált. Olyan esetben, mikor a vállalatvezetés negligálja az elfogadott koncepciót, többnyire a javaslatot benyújtó részvényes a soron következő igazgatóság összetételéről döntő közgyűlésen szavazatát visszatartja, ezzel fejezve ki a grémiummal szembeni bizalomvesztését, mivel az nem volt képes hatást gyakorolni a vállalatvezetésre javaslatának végrehajtása érdekében. Szavazat-visszatartásra szólítanak fel a részvényesek akkor is, amikor az igazgatóság a vállalatirányítási rendszerben tapasztalható hiányosságokat nem szünteti meg, s ezzel a részvényesek felügyeleti lehetőségeit csorbítja. Jelen tanulmány empirikus része éppen egy ilyen esetet mutat be.

PROXY ÉS NEM-PROXY BEADVÁNYOK

A proxy javaslat beterjesztésének négy szakasza van (Wahal, 1996). Az első szakaszban a javaslatkészítő kiválasztja a

„megcélzandó” vállalatot, a szelekciót belső elemző munka előzi meg. Ennek során a részvényes a portfóliójában lévő vállalatokat üzleti teljesítményük, fejlődési potenciáljuk és lehetőségeik szerint rendszerezi, és kiválasztja azokat, amelyek teljesítménye elmarad a várttól. A nyugdíjalapok gyakran külső tanácsadót vesznek igénybe e munka során. A javaslatkészítőnek fontos figyelembe vennie a megcélzott vállalat tulajdonosi szerkezetét, mivel mérlegelnie kell azon részvényesek arányát, akik feltételezhetően a javaslata mögé állnak. Ezen megfontolásból jellemző a nyugdíjalapokra, hogy olyan vállalatokat céloznak meg, amelyek tulajdonosai között van másik nyugdíjalap is, s az a múltban többnyire a vezetés ellen szavazott. A részvénytulajdonost nem csupán a vállalat elégtelen teljesítménye sarkallhatja javaslat készítésére, hanem a vállalatirányítás rendszerében fellelhető problémák fennmaradása is. Így jöhet létre olyan gyakorlat, amelyben egyazon vállalat végzi a kérdéses cég könyveinek auditálását, illetve az üzleti tevékenységével kapcsolatos tanácsadását.

A második fázisban a részvényes – jelen esetben a nyugdíjalap – kapcsolatba lép a kiszemelt vállalattal, és tájékoztatja a vállalattal kapcsolatban felmerülő problémákról, melyet dialógus keretében próbál megvitatni. Az esetek nagy többségében a részvényes javaslatának tartalmát sajtóorgánumokon keresztül ismerteti a közvéleménnyel, amit újabb tárgyalások követnek. Egyes részvényesi csoportok nem hozzák nyilvánosságra szándékukat, hiszen azt erőszakos akciónak tekintik,

amely meghiúsíthatja a tárgyalások lefolytatását.

A folyamat harmadik fázisában a javaslattevő felvetését belefoglalják a soron következő közgyűlés proxy anyagába, melyről a közgyűlés szavaz. Ez a lépés természetesen elkerülhető, ha a harmadik fázist megelőzően a két fél között megállapodás születik. Ha a megállapodás a beadvány benyújtását követően jön létre, akkor a javaslattevő beadványát visszavonhatja.

Az utolsó fázisban a beadvány elvetése vagy elfogadása történik meg. Ha azonban a közgyűlés többsége egyetért a felvetéssel és megszavazza azt, a vállalatvezetésnek nem kötelező a beadványból adódó lépéseket megtennie, más szóval negligálhatja azt. Annak ellenére, hogy a javaslat figyelmen kívül hagyásának a vezetésre nézve nincsen semmilyen jogi következménye, a vállalatirányítás rendszerének megítélését mindazonáltal ronthatja, s ez a részvényárfolyam esését eredményezheti. Gordon és Pound (1993) felmérése szerint a vezetők gyakran negligálják az elfogadott javaslatokat.

A nem-proxy javaslat folyamatát, annak informális jellegéből adódóan, nem lehet szakaszokra bontani. A részvényesi aktivitásnak ez a formája a két fél közötti dialógust jelenti, melynek során a részvényes tájékoztatja a vállalatvezetést elégedetlenségének okáról, valamint javaslatot tesz a probléma megoldására. Miután a részvényesi aktivitásnak ez a formája teljes mértékben informális, a vezetés dönthet úgy, hogy a részvényesi felvetést figyelmen kívül hagyja, de adaptálhatja is azt.

SZAVAZAT VISSZATARTÁSA

A „no vote” kampányt 10 évvel ezelőtt Joseph Grundfest javasolta először, aki akkor a Security and Exchange Commission (a hazai PSZÁF megfelelője) biztosi pozícióját töltötte be. A részvényesi szavazatok visszatartásának elsősorban a vállalat vezetésének, valamint igazgatósági tagjainak a megválasztásakor van jelentősége. Ekkor ugyanis a bizalmát veszített részvényes elégedetlenségét ezen az úton tudja úgy kifejezni, hogy a soron következő választáson elindíthatja saját képviselőjét. Ha a kampányt kezdeményező részvényes képes a kibocsátott, szavazatra jogosító, részvények tulajdonosainak 35%-át véleményéről meggyőzni, akkor egy úgynevezett „kiváltó esemény” (*triggering event*) jön létre, mely külső személyek és szervezetek által delegált képviselők megszavazását teszi lehetővé.² A szabály ugyanakkor kimondja, hogy a részvényesek delegáltjainak száma nem haladhatja meg az igazgatóságban helyet foglalók számának az egyharmadát. Mindamelllett, hogy a részvényesek így reprezentációhoz juthatnak, a menedzsmenti túlsúly megmarad, s ez nehezítheti a részvényesi akarat felszínre kerülését. A részvényesek számára ugyanakkor az információs aszimmetria csökkentése jelentős érdekképviselési előrelépést jelent.

2 Ezt a szabályt Bruce Atwater 1991. október 17-én javasolta a Szenátus Bankügyekkel foglalkozó albizottságának (SEC Staff Report, 2003).

A CALPERS RÉSZVÉNYESI AKTIVITÁSA

A nyugdíjalapok részvényesi aktivitásának növekedését nagyban motiválta a vállalati kontrollpiac, tehát a felvásárlások számának jelentős szűkülése (Comment-Schwert, 1994). A felvásárlások számának csökkenésével a vállalatvezetők rossz teljesítmény esetén egzisztenciális fenyegetettség szempontjából kisebb veszélynek voltak kitéve, így a vállalati érték maximalizálására való törekvés gyengült.

A nyugdíjalapok részvényesi aktivitásának intenzitását az is magyarázza, hogy elsősorban indexkövető befektetési stratégiát folytatnak, így a portfóliójukban szereplő vállalati részvényeken realizált hozamot a részvényt kibocsátó vállalat teljesítményének, illetve fundamentális értékének növelésével kívánják elérni³ (Carleton–Nelson–Weisbach, 1998). Ekkor aktivitásuk elsődleges célja a vállalati részvényárfolyam emelése. Részvényesi aktivitás létrejöhet kifogástalan vállalati teljesítmény esetén is, mégpedig akkor, ha a vállalatirányítás rendszerének működése nem kielégítő. Természetesen az aktivitás eme forrásának is lehet árfolyam befolyásoló hatása, feltéve, hogy a tulajdonosok, valamint a befektetők széles köre érzékeli a problémát. Annak érdekében, hogy a tulajdonosi közvélemény értesüljön a problémáról a nyugdíjalapok intenzív kampányokat

3 Az állami nyugdíjalapok által kezelt eszközérték 1990-től 2004-ig 820,4 milliárd dollárról 2072,4 milliárdra növekedett. Az állomány növekedésével a vállalati részvények portfóliósúlya is emelkedett 36%-ról 58%-ra (US Federal Reserve, Flow of Fund Report). Ez a tény tovább erősíti az érvet a részvényesi aktivitás növelése mellett, hiszen így tovább csökkenthető a teljes portfólió kockázata.

folytatnak, melyek során a szavazatok bizonyos irányú leadására szólítanak fel.

A CalPERS – mint a legaktívabb nyugdíjalap – esete jó példát szolgáltat a fentebb vázolt vállalatirányítás hiányosságai által kiváltott aktivitásra. 2004. március 3-án a Walt Disney vállalat igazgatósági elnökét megválasztó tulajdonosi közgyűlésén a CalPERS szavazatuk visszatartására szólította fel a többi tulajdonost. A CalPERS álláspontja szerint az elnök, aki a vállalat vezérigazgatói posztját töltötte be, nem tett meg mindent a könyvizsgálatot és tanácsadást végző ugyanazon vállalat helyzetéből adódó összeférhetetlenség megszüntetéséért. A kampány eredményeképpen a jelenlevő tulajdonosok a szavazatok 43%-át visszatartották, ami jóval felülmúlta a várt 20%-os szintet (Institutional Investor Advocate, 2004. 1. o.). Azzal, hogy az igazgatóság elnökére leadható szavazatok több mint 20%-át visszatartották, a tulajdonosok a soron következő igazgatóság elnökét megválasztó közgyűlésen saját jelöltet állíthatnak, aki megválasztás esetén a CalPERS-nek lehetőséget biztosít a vállalat stratégiai, valamint operatív ügyeibe történő mélyebb beavatkozásra és kontrollra.

A CalPERS részvényesi aktivitását vizsgáló irodalom nem egységes az aktivitás hatékonyságának megítélésével kapcsolatban. Egyes kutatók a proxy kampányok eredményeképpen bekövetkező teljesítménynövekedésről, valamint a vállalatirányítási rendszerben jelentkező probléma megszüntetéséről értekeznek. Nesbitt (1994) a CalPERS által megcélzott vállalatok esetében 40%-ot meghaladó 5 éves abnormális hozamot mutatott ki, mely az

aktivitás hatékonyságát erősíti meg. Smith (1996) ugyancsak hosszú távú abnormális hozamok mérésével vizsgálta a kampányok hatását, ami 3 éves intervallumon 11%-ot jelentett (statisztikai szignifikanciavizsgálat nem történt). Smith ugyanakkor elvetette azt a hipotézist, mely szerint a kampány kihirdetésekor abnormális hozam képződik, más szóval a befektetők nem várják a kampány hatására bekövetkező vállalatiérték-növekedést. Smith elvető eredményét Wahal (1996) azzal cáfolta, hogy a hírmegjelenés körül 1%-os abnormális hozamot mutatott ki. Del Guercio és Hawkins (1999), egyetértve Smithnek a hírmegjelenés körüli abnormális hozamképződéssel kapcsolatos álláspontjával, úgy vélte, hogy a CalPERS az egyetlen nyugdíjalap, mely képes minimális hatást gyakorolni a részvényárfolyamokra. Del Guercio és Hawkins, Smithhez hasonlóan, 3 éves abnormális hozamot mutatott ki a megcélzott vállalatok esetében. Karpoff (1998), valamint English és társai (2004) az irodalmat részletesen megvizsgálva arra a megállapításra jutottak, hogy az eltérő eredményeket a módszertani inkonzisztencia, továbbá az eltérő események kijelölése okozza. Az eredmények eltéréseért felelős problémák áthidalása után a szerzők azt a következtetést vonták le, hogy a kampányoknak hírmegjelenés körüli hatásuk van, hosszú távú abnormális hozamnövekedést ellenben nem okoznak.

A vállalatok megcélzása szempontjából ugyanakkor fontos az állami és a privát nyugdíjalapok motivációja közötti különbség. Del Guercio és Hawkins (1999) felhívja a figyelmet arra, hogy az állami

nyugdíjalapok privát társaikhoz mért nagyobb aktivitása mögött nem csak a vállalati érték maximalizálási, hanem politikai motívumok is meghúzódnak. Jellemző, hogy az állami nyugdíjalapot igazgató személy politikai ambícióinak elérése érdekében olyan zászlóshajónak nevezhető vállalatot céloz meg, melynek kampányhírverése nagyobb publicitást biztosít számára. Ez a jelenség a jelen tanulmányban vizsgált vállalatok szemrevételezésekor is kiténik (lásd *Függelék 1. táblázat*), hiszen a minta összes eleme része az Egyesült Államok 500 legnagyobb vállalatát magába foglaló S & P 500 indexnek.

ADATOK ÉS MÓDSZERTAN

A vizsgálati mintába olyan vállalatok tartoznak, melyek 2004-ben a CalPERS szavazat-visszatartási („no vote”) kampányának célpontjává váltak. Ezeknél a vállalatoknál a kampányt kiváltó ok az azonos cég által végzett könyvvizsgálói és tanácsadói tevékenység volt. A szavazat-visszatartás időbeli megoszlása, az egyes időpontokban a megcélzott vállalatok száma, valamint a hír megjelenésének helye a következők szerint alakult: 2004. április 15-én 10 vállalat (Reuters News); április 16-án 5 vállalat (Reuters News); április 23-án 12 vállalat (Reuters News); április 26-án 6 vállalat (Los Angeles Times); április 27-én 23 vállalat (Reuters News). Az egyes időpontokban megcélzott vállalatok neve és a hírmegjelenés időpontja a *Függelék 1. táblázatában* található. A híreket, valamint az árfolyamadatokat a Reuters-adatbázisból töltöttem le.

A szavazat-visszatartási kampány részvényárfolyamra, más szóval a részvényesi értékre gyakorolt hatását az *eseménytanulmány módszerének* felhasználásával vizsgálom. Az eseménytanulmány-elemzés módszertanának megalkotása és empirikus alkalmazása Fama és szerzőtársai (1969) nevéhez fűződik. Ők a módszert a hatékony piacok hipotézisének igazolása kapcsán alkalmazták, majd ezt követően az elemzési technikát a hipotézist megkérdőjelező kutatók is felhasználták. A módszer statisztikai vizsgálatát és továbbfejlesztését Brown és Warner (1980, 1985), Dyckman, Philbrick, Stephans és Ricks (1984), valamint Campbell és Wasley (1993) végezték el, de elsősorban rövid, 1 napos, eseményablakban megjelenő abnormális hozamok esetén.

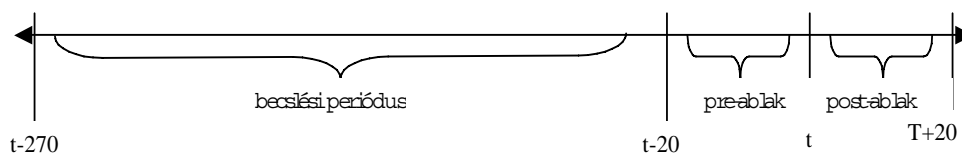
A pénzügyi kutatásokban alkalmazott eseménytanulmány módszer célja a várt (\hat{r}_{it}) (becsült) és a tényleges (r_{it}) hozamok összevetése. A tényleges és a várt hozamok különbségként az *abnormális hozam* keletkezik, mely a piaci reakcióval kapcsolatban enged meg következtetéseket levonni. Az abnormális hozam számítását:

$$AR_{it} = r_{it} - \hat{r}_{it} \quad (1)$$

ahol i az i -edik részvényt, t pedig az adott időperiódust jelenti.

Ez a módszer a piaci reakciót vizsgáló *ex post* elemzésekben használható. Ezáltal lehetőség nyílik egyes események piaci megítélésének a vizsgálatára. Az (1) képletet egy úgynevezett eseményablakba helyezve, az eseményablak minden egyes napjára abnormális hozam kalkulálható.

1. ábra



Az eseményablak definiálását az 1. ábra szemlélteti.

Jól látszik tehát, hogy a $t-270$ -edik naptól a $t-20$ -adik napig tartó becslési periódusban a várt (\hat{r}_{it}) hozamot⁴ állítjuk elő. A $t-20$ -tól a $t+20$ -ig az abnormális hozamokat ($AR_{it} = r_{it} - \hat{r}_{it}$) kalkuláljuk, mely periódus közepén a t -edik napon az esemény megjelenése található. Ha az AR értékek pozitívak, akkor a ténylegesen kialakuló hozamok magasabbak a várt hozamoknál, ami piacot érő meglepetésről, előre nem várt eseményről árulkodik. Ez természetesen azt jelenti, hogy a befektetők az eseményt a vállalat értéke szempontjából pozitív hatásúnak vélik. Negatív AR -ről ellenkező irányú befektetői észlelés, várakozás mondható el.

Jelen esetben a várt hozamok becslését a *piaci modell* alkalmazásával végzem. Ennek lényege, hogy egy konkrét befektetés (részvény) hozamát a piaci átlagos hozamot mint magyarázó változót tartalmazó, kétváltozós lineáris regressziófüggvénnyel becslöm. A paraméterbecslés elvégezhető a legkisebb négyzetek módszerével (OLS), melyet az alábbiakban látható regressziófüggvény szemléltet:

$$E(r_{it}) = \hat{r}_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ahol ε_{it} a szokásos tulajdonságokkal (fehér zaj) rendelkező véletlen változó.

A reziduális változóra (ε_{it}) vonatkozó feltételezések megváltoztatása becslési torzítás kiküszöbölésére ad lehetőséget, melyet Varga és Rappai (2002) javasolt, és Bedő és Rappai (2004) empirikusan szemléltetett. Így tehát a hozamok modellezése során a véletlen változóra vonatkozóan jelen esetben is GARCH-specifikációt alkalmaztam, mely hatékonyabb béta-becslést tesz lehetővé. A GARCH-specifikáció lényege, hogy a (2) modell reziduális változójára vonatkozóan nem a fehér zaj specifikációt tételezik fel, hanem annak varianciáját – a pénzügyi idősorokban gyakran kimutatható autokorrelált volatilitás kiküszöbölése végett – múltbeli innovációk osztott késleltetésű modelljeként vizsgálják (ahol $\rho(L)$ és $\phi(L)$ a szokásos késleltetési polinomok):

$$\text{Var}(\varepsilon_t | \varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots) \sigma_t^2 = \omega + \rho(L) \sigma_{t-1}^2 + \theta(L) \zeta_t^2, \quad (3)$$

Empirikusan igazolható, hogy általában elégséges a GARCH(1,1) specifikáció használata, vagyis a modell a következő alakúra redukálódik:

$$\begin{aligned} r_{it} &= \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_t \\ \sigma_t^2 &= \omega + \rho \sigma_{t-1}^2 + \theta \varepsilon_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (4)$$

4 A várt hozam becslése történhet a piac-kiigazított modell, az átlag-kiigazított modell és a piaci modell alkalmazásával. Jelen esetben a piaci modellt alkalmazom.

Annak érdekében, hogy az egyes részvényekre ható izolált híreket semlegesítsem, a vizsgálatot egyszerre több részvényen kell elvégezni, így az összes részvény esetében az egyetlen közös hatás az előre definiált hír megjelenése (CalPERS no vote kampány) lesz. Az átlagos abnormális hozam az eseményablakon belül egy napra:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (5)$$

ahol N azon részvényeknek a száma, melyekre az adott napon AR kalkulálható.

Az abnormális hozamok vizsgálata mellett, kiemelt jelentősége van annak is, hogy vajon összességében milyen mértékben téríti el a hír a hozamokat a várt szinttől, illetve milyen gyorsan zajlik le a „visszarendeződés”. Ennek érdekében az egyes részvényekre kumulált abnormális hozamot (CAR) is célszerű számolni, ennek meghatározása a K naptól az L napig az alábbi formában írható fel:

$$CAR_i^{K,L} = \sum_{t=K}^L AR_{it} \quad (6)$$

mely t -edik időperiódusban i -edik részvényre vonatkozik.

Az eseményablakon belül az egyedi részvényekre kalkulált napi CAR -t a vizsgált vállalatokra keresztmetszetileg átlagolva, az átlagos (piaci) CAR -t kapjuk meg, vagyis

$$CAR^{K,L} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i^{K,L} \quad (7)$$

A (7) egyenlet tulajdonosi szavazat visszatartására felszólító kampány esetén a 2. ábrán látható CAR adatokat generálja.

A mintában szereplő 56 vállalat mindegyike az S&P 500 index része volt, így ez az index szerepel a várt hozam becslésekor alkalmazott lineáris regressziós egyenlet piaci hozama helyén.

A vizsgálati ablak -60 . naptól a $+120$. napig terjed, melyben a hír a 0. napon jelenik meg. A becslési periódus a 260. napot megelőző 250 napos időintervallum, így a becslési ablak a -310 . napon kezdődik és a -59 . napig tart.

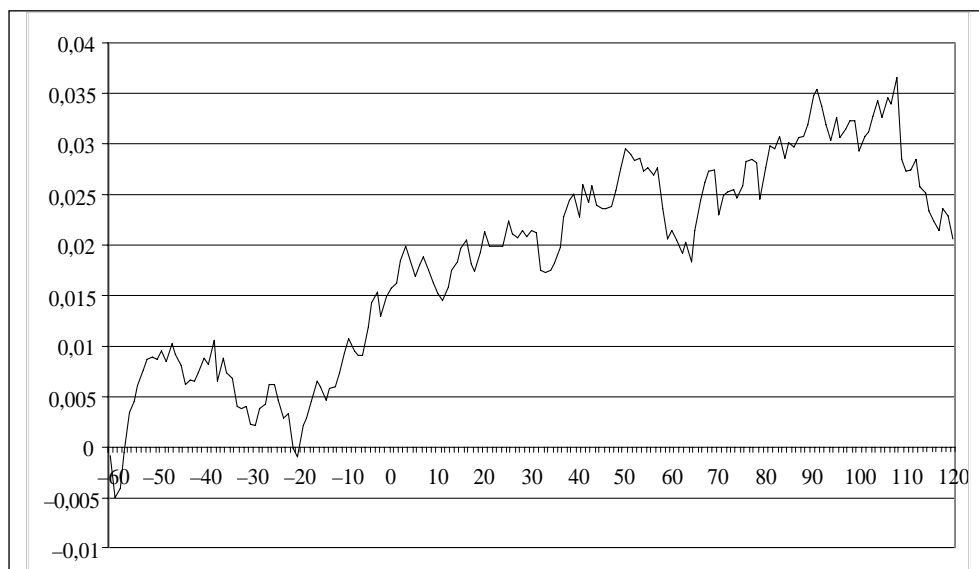
Mivel a mintában szereplő vállalatok egyike sem tett közzé az elemzés eredményét befolyásoló más hírt, így a mintából kizárás nem történt. Mind az 56 vállalat esetében rendelkezésre állt a napi hozamadat a $-5 - +5$ periódusban, így a vizsgált vállalatok száma nem csökkent.

EREDMÉNYEK

A CalPERS 2004-ben folytatott „no vote” kampányának részvényárfolyamokra gyakorolt hatását a 2. ábra mutatja, melyen a teljes vállalati mintára számított kumulált abnormális hozamok alakulása látható.

Jól megfigyelhető az eseményt megelőző időszakban a kumulált abnormális hozam képződése, mely a hírmegjelenés időpontjában tovább emelkedik, és a 108. napra éri el csúcspontját. Az abnormális hozam a -59 . napon a negatív tartományban van, ami azt jelenti, hogy a modell által extrapolált hozam magasabb, mint a valóságban realizált, tehát a befektetői ér-

**Teljes mintán számított kumulált abnormális hozam (CAR)
a szavazat-visszatartás hírének publikálása körül**



deklódés lanyhaságáról vagy éppen csalódottságról beszélhetünk. Természetesen a csalódottság oka a jövőben elérhető hozam alacsony szintjének az előrejelzése, amely adódhat az elégtelen vállalati teljesítményből, de okozhatja a vállalatirányításban tapasztalható hiányosság, ami megnövelheti a befektetés kockázatát. A feltételezhető elégedetlenséget pozitív hangulat váltja fel a (-38.) – (-20.) periódusban, amikor a kumulált abnormális hozamok a pozitív tartományban vannak, és mindössze az elhanyagolható -0,035 százalékos szintre süllyednek le a -20. napon. A nulladik napon, tehát a kampány kihirdetésének napján, a kumulált abnormális hozam 1,5 százalék, s ez a 108. napra egészen 3,6 százalékig erősödik. Ezt követően megkezdődik az abnormális ho-

zamok csökkenése, ami a 120. napon 2%-os szintet jelent.

A grafikont vizsgálva tehát egyértelműen kijelenthető, hogy a befektetők pozitívan értékelték a CalPERS „no vote” kampányát, így a nyugdíjalap portfólióértéke a várakozásokon felüli emelkedést produkált, ami a részvényesi érték növekedését implikálja.

Az eredmények statisztikai erejének meghatározására a hipotézisvizsgálatban alkalmazott *T-statisztikát* használok.⁵ A vizsgálandó hipotézis szerint az ese-

5 Eseménytanulmány módszertan hipotézisvizsgálatát Ball és Brown (1985) alkotta meg. Jelen esetben a *T* érték számítását Cooper, Dimitrov, Rau (2001) által használt egyszerűsített képlettel végzem el.

$$T = \frac{\sum_{t=1}^M AR_t}{\sqrt{\sigma_{\text{hibt}}^2 \times M}}$$

ményablak egyes periódusaiban az abnormális hozamok nullával egyenlők, továbbá az alternatív hipotézis az eseményablak vizsgálati periódusaiban az abnormális hozamok nullától való eltérését tételezi fel. A hipotézisvizsgálat eredményeiről az 1. táblázat számol be. A táblázat első sorában a vizsgálati periódusokra számolt abnormális hozamok összege látható, mely értékek alatt a hozzájuk tartozó T értékek, valamint p értékek vannak. Jelen elemzésnél 5%-os statisztikai szignifikanciaszintet veszek figyelembe. *Az eredmények azt mutatják, hogy egyik vizsgálati periódusban sem utasítható el a nullhipotézis, mivel a vizsgálati periódusokra számított abnormális hozamok nem térnek el nullától.* A hipotézisvizsgálat eredménye akkor sem változik, ha a holdout periódus elhelyezkedését megváltoztatom (-310.-tól a -61. nap). A második hipotézisvizsgálatkor a holdout periódust azért helyezem el az eseményablakon kívülre, mert így biztosítom az esemény hatása alóli mentességet. Ez ugyanakkor nem változtat a hipotézisvizsgálat eredményén, és ebben az esetben sem vethető el az abnormális hozamok nullától való eltérése. *Ez az eredmény a CalPERS kampányának részvényárfolyamokra gyakorolt*

ahol $t=1$ és $t=k$ az eseményablak vizsgálati periódusainak a kezdetét és végét jelentik, M a vizsgálati periódusban szereplő elemek számával egyenlő, valamint $\sigma^2_{holdout}$ a holdout periódus napi abnormális hozamainak varianciája.

hatása szempontjából azt jelenti, hogy a befektetők nem számolnak a vállalat értékének növekedésével, ami a vállalatirányítási problémák eliminálásából adódna.

Az eredmény – a releváns irodalmat figyelembe véve – érdekes, mivel a szerzők többségében a nyugdíjalapok proxy javaslati által kiváltott árfolyamhatásokat vizsgálták, és többnyire a hírmegjelenés körüli pozitív reakcióról számoltak be. Ahogy azt már az előzőekben is említettem, a proxy javaslatoknak csak kis része valósul meg. Mindamellet, hogy a szavazat visszatartása nem teszi lehetővé a problémák azonnali orvoslását, mégis lehetőséget biztosít a kampány szervezőjének arra, hogy a soron következő igazgatóság tagjait megválasztó közgyűlésen saját jelöltet állítson. Ez tehát azt jelenti, hogy ha idővel is, de a tulajdonosnak érdekérvényesítésre nyílik lehetősége. Feltevé, hogy a kampány szervezője képes saját jelöltjét bejuttatni az igazgatóságba, *olyan pozícióba kerül, melyben a vállalat tevékenységével kapcsolatos információhoz való hozzájutás, valamint a döntéshozatalba való beleszólás lehetővé válik.* Ezzel szemben proxy javaslat elfogadása, még ha a menedzsment végre is hajtja azt, nem szavatolja az információk aszimmetria permanens megszűnését. A statisztikailag nem szignifikáns eredményt okozhatja a SEC rendelkezésének közelmúltbeli megjelenése, ami hasonló esetek jövőben lefolytatott vizsgálatát teszi szükségessé.

1. táblázat
Teljes mintán, a piaci modell felhasználásával kalkulált abnormális hozamok összege, valamint a periódusokhoz tartozó hipotézis-vizsgálatok

Eseményperiódus							
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8
	<i>-34-től -2-ig</i>	<i>-15-től -2-ig</i>	<i>0-tól 1-ig</i>	<i>-2-től 2-ig</i>	<i>+2-től +15-ig</i>	<i>+1-től +30-ig</i>	<i>+1-től +60-ig</i> + <i>+1-től +120-ig</i>
ΣAR	0,57%	0,64%	0,15%	0,31%	0,33%	0,58%	0,58%
<i>T</i> érték	0,512	0,888	0,531	0,708	0,458	0,544	0,383
<i>p</i> érték	0,612	0,391	0,689	0,518	0,654	0,591	0,703
	„A” panel: holdout periódus <i>-60-tól -35.</i> napig tart						
<i>T</i> érték	0,546	0,947	0,567	0,756	0,489	0,580	0,409
<i>p</i> érték	0,589	0,361	0,672	0,492	0,633	0,566	0,684
	„B” panel: holdout periódus <i>-310-től -61.</i> napig tart						
<i>T</i> érték	0,546	0,947	0,567	0,756	0,489	0,580	0,409
<i>p</i> érték	0,589	0,361	0,672	0,492	0,633	0,566	0,684

Megjegyzés: a táblázatban az eseményablak nyolc vizsgálati periódusában kalkulált napi abnormális hozamok összege látható. Az abnormális hozamot a ténylegesen realizált hozam és a piaci modell által generált hozam különbségeként kapjuk. A piaci modellben a piaci hozam az S&P 500 index napi hozamainak felel meg. A táblázat első sorában az egyes eseményablak vizsgálati periódusokra számított napi abnormális hozamok összege látható. A második sorban a periódusokhoz tartozó *T* értékek figyelhetők meg. A harmadik sorban a *T-statisztikához* tartozó *p* értékek láthatóak, melyek 5 százalékos statisztikai szignifikancia esetén vastag betűvel jelennének meg. Az „A” és a „B” panel *T* értékeinek a kalkulálásakor eltérő holdout periódust vettem figyelembe. A holdout periódusok elhelyezkedése a panelek fejlécén látható.

VÉGKÖVETKEZTETÉSEK

Jelen tanulmány az intézményi befektetők csoportjába tartozó állami nyugdíjalapok részvényesi aktivitásának részvényárfolyamokra gyakorolt hatását kérdőjelezi meg. Ezt a megállapítást a CalPERS állami nyugdíjalap igazgatóságának elnökét megválasztó közgyűlésen leadott szavazatok visszatartására felszólító kampány vizsgálati eredménye támasztja alá. Annak ellenére, hogy a kampány kihirdetése körül kumulált abnormális hozam képződik, az eseményablak vizsgálati periódusaiban végzett szignifikanciavizsgálatok az abnormális hozamok nullától való eltérését nem erősítették meg. Ez tehát azt jelenti, hogy *a hír megjelenése nem készíti a befektetőket a részvényárfolyamok felértékelésére, aminek oka a jövőben realizált magasabb pénzáram megnövekedett jelenértéke lenne.*

Az irodalomban szavazat-visszatartásra („no vote” kampány) felszólító ese-

mény vizsgálatát nem találtam, így a jelen elemzés végkövetkeztetéseit ilyen típusú eredményekkel összemérni nem tudom, de a proxy javaslatok, mint a részvényesi aktivitás egyéb eszközei, jó összehasonlítási alapként szolgálhatnak. A proxy javaslatokat vizsgáló irodalom eredményei, melyek a kampányok kihirdetésekor pozitív abnormális hozamról adnak számot (Wahal, 1996; Karpoff, 1998; English és társai, 2004), ellentétesek tanulmányom eredményeivel. Megítélésem szerint ennek oka a két eszköz használatának, lehetőségeinek eltérő ismertsége, mivel a szavazat-visszatartás konkrét rendeleti szabályozása csak a közelmúltban valósult meg. Ezzel szemben a proxy javaslat intézménye már évtizedek óta jól ismert.

Mivel a „no vote” kampány szabályozása a közelmúlt terméke, fontosnak tartom további vizsgálatát, elsősorban a jövőben esetlegesen bekövetkező pozitív kimenetelű kampányok hatása okán.

FÜGGELÉK

1. táblázat

A CalPERS portfóliójába tartozó vállalatok, melyek esetében az alap visszatartotta tulajdonosi szavazatát az igazgatóság tagjainak megválasztásakor. A hír megjelenésének pontos időpontja, valamint a hírt megjelentető sajtóorgánum.

Vállalat neve	Hír megjelenési időpontja	Hírforrás
United Parcel Service Inc.		
Gannett Co. Inc.		
Illinois Tool Works Inc.		
MBIA Inc.		
Apache Corp.		
3M		
Avon Products		
Pitney Bowes		
Colgate-Palmolive		
Danaher Corp.		
Boeing Co.		
Ambac Financial Group Inc.	2004. 04. 27.	Reuters News
Baxter International Inc.		
Bristol-Myers Squibb		
ConocoPhillips		
CSX Corp.		
General Dynamics Corp.		
MBNA Corp.		
Motorola Inc.		
PepsiCo Inc.		
Rohm and Haas Inc.		
Raytheon Co.		
Alcoa Inc.		
Dominion Resource	2004. 04. 16.	Reuters News
Honeywell International		
Pfizer Inc.		
Praxair Inc.		
Wyeth		

Lockheed Martin		
American Express Co.		
Johnson & Johnson		
Citygroup Inc.		
Bell South Corp.	2004. 04. 15.	Reuters News
Kellogg Co.		
Lexmark International Inc.		
Synovus Financial Corp.		
Coca-Cola Enterprises Inc.		
Carnival Corp.		
<hr/>		
Verizon Communications Inc.		
Coca-Cola Enterprises Inc.		
Clear Channel	2004. 04. 26.	Los Angeles
Communication Inc.		Times
Capital One Financial Corp.		
Kimberly Clark Corp.		
Merck & Co.		
<hr/>		
General Electric Co.		
Anheuser-Busch Cos. Inc.		
Ameren Corp.		
Allergan Corp.		
Baker Hughes Inc.		
Cigna Corp.		
Chevron Texaco	2004. 04. 23.	Reuters News
Hersey Foods		
McGraw-Hill		
Marathon Oil		
Newmont Mining		
Wells Fargo		

IRODALOM

- ATKINS, P. [2004]: „Institutional investors take back the street.”, *BLB & G Institutional Investor Advocate* 6, p. 1–6.
- ALCHIAN, A.–DEMSETZ, H. [1972]: „Production, information costs, and economic organization”, *American Economic Review* 62, p. 777–795.
- BEDŐ ZSOLT–RAPPAL GÁBOR [2004]: „Eseménytanulmány-elemzés magyar részvényárfolyamokra – Van-e értéke az árfolyamokat befolyásoló híreknek?”, *Sigma* XXXV, 3–4, p. 113–127.
- BLACK, B. [1992]: „Agents watching agents: the promise of institutional investor voice”, *UCLA Law Review* 39, 811–893.
- BROWN, S. J.–WARNER, J. B. [1980]: „Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics* 8, p. 205–258.
- BROWN, S. J.–WARNER, J. B. [1985]: „Using daily stock returns: The case of event studies”, *Journal of Financial Economics* 14, p. 3–32.
- CAMPBELL, C. J.–WASLEY, C. E. [1993]: „Measuring security price performance using daily NASDAQ returns”, *Journal of Financial Economics* 33, p. 73–92.
- CARLETON, W.–NELSON, J.–WEISBACH, M. [1998]: „The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF.”, *Journal of Finance* 53, p. 1335–1362.
- COMMENT, R.–SCHWERT, G. W. [1994]: „Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures.”, *Journal of Financial Economics* 34, p. 3–45.
- CRUTCHLEY, C.–HUDSON, C.–JENSEN, M. [1998]: „Shareholder wealth effects of CalPERS’ activism.”, *Financial Services Review* 7, p. 1–10.
- DYCKMAN, T.–PHILBRICK, D.–STEPHANS, J.–RICKS, W. E. [1984]: „A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach”, *Journal of Accounting Research* 22, p. 1–33.
- ENGLISH II, P. C.–SMYTHE, T. I.–MCNEIL, C. R. [2004]: „The „CalPERS effect” revisited.” *Journal of Corporate Finance* 10, p. 157–174.
- FAMA, E.–FISHER, L.–JENSEN, M.–ROLL, R. [1969]: „The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review* 10, p. 1–21.
- FAMA, E. F. [1980]: „Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economics* 88, p. 288–307.
- GORDON, L.–POUND, J. [1993]: „Information, ownership structure, and shareholder voting: Evidence from shareholder sponsored corporate governance proposals”, *Journal of Finance* 48, p. 697–718.
- GUERCIO, D. D.–HAWKINS, J. [1999]: „The motivation and impact of pension fund activism”, *Journal of Financial Economics* 52, p. 293–340.
- JENSEN, M. C.–MECKLING, W. H. [1976]: „Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure”, *Journal of Financial Economics* 3, p. 305–360.
- KARPOFF, J. [1998]: „Does shareholder activism work? A survey of empirical findings.”, Working paper, University of Washington.
- NESBITT, S. [1994]: „Long-term rewards from shareholder activism: a study of the CalPERS effect.”, *Journal of Applied Corporate Finance* 6, p. 75–80.
- POUND, J. [1992]: „The rise of the political model of corporate governance and corporate control”, Working Paper, Harvard University.
- SMITH, M. [1996]: „Shareholder activism by Institutional Investors: evidence from CalPERS.”, *Journal of Finance* 51, p. 227–252.
- Security and Exchange Commission, Staff Report [2003]: „Review of the Proxy Process Regarding the Nomination and Election of Directors”, Division of Corporation Finance., 2003. július 15.
- VARGA JÓZSEF–RAPPAL GÁBOR [2002]: „Heteroszkedaszticitás és a szisztematikus kockázat hatékony becslése GARCH modell alapján – A magyar részvénypiac elemzése”, *Sigma* 33.
- WAHAL, S. [1996]: „Public pension fund activism and firm performance.”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, p. 1–23.