

А.В. Карпов
НИУ ВШЭ, Москва

Влияние процедуры выборов в совет директоров на деятельность компании¹

Проведен анализ литературы о применении кумулятивного голосования на выборах в советы директоров акционерного общества. Проанализировано влияние кумулятивного голосования на деятельность компании и на развитие корпоративных конфликтов. Исследованы как практические аспекты применения кумулятивного голосования, так и его теоретическая основа. Отдельный подраздел посвящен теоретико-игровому моделированию в задаче выборов в совет директоров.

Ключевые слова: совет директоров, корпоративное управление, кумулятивное голосование.

Классификация JEL: G34, D71.

Введение

Одним из фундаментальных принципов корпоративного управления является представительство акционеров в совете директоров. По сути формирование совета директоров является единственным для акционеров способом влияния на управление компанией. Деятельность совета директоров включает назначение и контроль высшего менеджмента компании, определение стратегии развития компании и т.д. (Zahra, Pearce II, 1989)². Советы директоров в российских компаниях обычно превосходят по влиянию собрания акционеров (Долгопятова и др., 2009, с. 52). Зачастую директора принимают участие в текущем управлении компанией (Верников, 2008), но эта деятельность отличается от традиционного понимания функций совета директоров. При высокой значимости совета директоров в российских условиях изучение процедуры выборов в совет директоров имеет важное значение. При дальнейшем движении в сторону западных стандартов корпоративного управления для российской практики может быть полезен анализ американского опыта.

Существуют две основные процедуры голосования при формировании совета директоров: прямое и кумулятивное³. При прямом голосовании акционер голосует своими акциями за каждого кандидата отдельно. В результате миноритарии не могут иметь своих представителей в совете директоров, так как при голосовании за каждого кандидата они оказываются в меньшинстве. При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число мест в совете директоров, и акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распре-

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке Научного фонда НИУ ВШЭ и Международной лаборатории анализа и выбора решений НИУ ВШЭ. Автор выражает благодарность Ф.Т. Алескерову за обсуждения и ценные комментарии по тематике исследования и анонимному рецензенту за точные замечания и предложения.

² В России полномочия совета директоров регулируются Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (ст. 64–65).

³ Обсуждение альтернативной процедуры см. в (Ventoruzzo, 2011).

делить их между двумя и более кандидатами. Кандидаты с наибольшим числом голосов образуют совет директоров. При кумулятивном голосовании миноритарии получают возможность иметь своего представителя, так как в этом случае они могут сконцентрировать голоса для поддержки небольшого числа кандидатов. Для демонстрации различий двух процедур рассмотрим пример из (Dalebout, 1989).

Рассмотрим компанию с двумя акционерами: мажоритарный акционер, обладающий 1000 голосов, и миноритарный акционер с 550 голосами. При шести местах в совете директоров мажоритарный акционер выдвигает шесть кандидатов *A, B, C, D, E, F*, миноритарный акционер также выдвигает шесть своих кандидатов *U, V, W, X, Y, Z*.

При прямом голосовании каждый акционер будет отдавать все голоса за своих кандидатов и не будет голосовать за чужих кандидатов, что показано в табл. 1. В результате совет директоров будет полностью состоять из кандидатов мажоритарного акционера, так как они получают большинство голосов.

Таблица 1

Прямое голосование (Dalebout, 1989)

Голоса мажоритарного акционера	Кандидаты	Голоса миноритарного акционера
1000	<i>A</i>	0
1000	<i>B</i>	0
1000	<i>C</i>	0
1000	<i>D</i>	0
1000	<i>E</i>	0
1000	<i>F</i>	0
0	<i>U</i>	550
0	<i>V</i>	550
0	<i>W</i>	550
0	<i>X</i>	550
0	<i>Y</i>	550
0	<i>Z</i>	550

Кумулятивное голосование позволяет перераспределять голоса (мажоритарный акционер имеет 6000 голосов, а миноритарный – 3300), поэтому в этом случае возможны различные стратегии акционеров, представленные в табл. 2. Акционер может отдать все голоса одному кандидату, тогда он будет претендовать не более чем на одно место. Но он также может разделить голоса между всеми шестью кандидатами, но тогда на каждого кандидата придется слишком малое число голосов и часть мест может быть потеряна.

Таблица 2

Кумулятивное голосование (Dalebout, 1989)

Голоса мажоритарного акционера						Кандидаты	Голоса миноритарного акционера					
Возможные стратегии разделения голосов							Возможные стратегии разделения голосов					
6000	3000	2000	1500	1200	1000	<i>A</i>	0	0	0	0	0	0
0	3000	2000	1500	1200	1000	<i>B</i>	0	0	0	0	0	0
0	0	2000	1500	1200	1000	<i>C</i>	0	0	0	0	0	0
0	0	0	1500	1200	1000	<i>D</i>	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	1200	1000	<i>E</i>	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	1000	<i>F</i>	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	<i>U</i>	550	660	825	1100	1650	3300
0	0	0	0	0	0	<i>V</i>	550	660	825	1100	1650	0
0	0	0	0	0	0	<i>W</i>	550	660	825	1100	0	0
0	0	0	0	0	0	<i>X</i>	550	660	825	0	0	0
0	0	0	0	0	0	<i>Y</i>	550	660	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	<i>Z</i>	550	0	0	0	0	0

Если миноритарии разделят свои голоса поровну между двумя кандидатами, то каждый кандидат получит по 1650 голосов. Мажоритарный акционер при любой своей стратегии не может дать пяти кандидатам более 1650 голосов, следовательно, миноритарный акционер может гарантировать себе два места (подробнее см. разд. 4). В отличие от прямого голосования при кумулятивном голосовании миноритарий будет представлен в совете директоров.

В разд. 1 описывается практика использования кумулятивного голосования. В разд. 2 исследуется взаимосвязь корпоративных конфликтов и процедуры голосования. Разд. 3 посвящен влиянию кумулятивного голосования на результаты деятельности компании. В разд. 4 изучается стратегическое поведение акционеров при голосовании. Статью завершает заключение.

1. Опыт применения

По данным (Droop, 1881), использование кумулятивного голосования началось в 1853 г. в Капской колонии (Южная Африка), что зафиксировано в ее конституции. В США кумулятивное голосование впервые было применено в 1870 г. для избрания представителей от штата Иллинойс в Конгресс США, потом оно распространилось и на выборы в советы директоров.

Уже в 1872 г. в Иллинойсе утверждено право компаний штата использовать кумулятивное голосование для избрания совета директоров (Gerstenberg, 1922, p. 35). Дальнейшее распространение куму-

лятивного голосования для выборов совета директоров шло постепенно. В США национальные банки обязаны применять кумулятивное голосование, для остальных компаний выборы в советы директоров акционерных компаний регулируются на уровне штатов (Bhagat, Brickley, 1984). В одних штатах было введено обязательное требование к использованию кумулятивного голосования, в других штатах компаниям оставили право выбора (см. дискуссию об обязательном и добровольном использовании кумулятивного голосования в (Williams, 1955)). Постепенно число штатов с обязательным требованием достигло 23, но во второй половине XX в. взгляды изменились, и к концу века число штатов с обязательным кумулятивным голосованием сократилось до шести (Gordon, 1994). На уровне компаний также происходит снижение доли кумулятивного голосования в пользу прямого (табл. 3).

Таблица 3

Доля американских компаний, применяющих кумулятивное голосование

Годы	Доля, %	Источник
1982	24	Bhagat, Brickley, 1984
1996	14,4	Mishra, 2008
2002	9,2	Personick, 2003
2003–2005	10	Cai et al., 2009
2006	8,1	Mishra, 2008

Тип используемого голосования не всегда является постоянным. Возможна практика контингентных избирательных прав. Привилегированные акции в случае какого-либо события, например невыплаты дивидендов, получают право голоса. Это право может быть зафиксировано в виде права на избрание фиксированной доли совета директоров или права голосовать наравне с обыкновенными акциями или с неравным соотношением голосов на акцию. Выбор процедуры голосования может быть также контингентным, т.е. кумулятивное голосование может использоваться, если реализуются контингентные избирательные права (Stevens, 1926).

Кумулятивное голосование, допускающее миноритариев до управления компанией, представляет собой форму пропорционального представительства. В реальной практике пропорциональность часто нарушается в пользу мажоритарного акционера. Мажоритарный акционер может выбрать такое время и место проведения годового собрания, которое неудобно миноритариям, или ограниченно распространять информацию о собрании. Для противодействия этому вводятся условия кворума (явки), но это не решает проблему полностью (Ballantine, 1934). Практика ротации директоров – к примеру, каждые

три года – означает ежегодное переизбрание только трети совета, что вносит искажение процедуры в пользу доминирующего собственника (Swanson, 1956). По сути в таком случае уменьшается число мест, распределяемых при голосовании, что нарушает принцип пропорциональности. Также нарушение принципов кумулятивного голосования происходит при замене выбывшего по каким-либо причинам одного из членов совета директоров (Hupp, 1953). В (Felsenthal, 1985) показано, что в случае избрания только одного кандидата кумулятивное голосование не имеет преимуществ перед системой «один человек – один голос», более того, оно способствует стратегическим ошибкам, так как множество стратегий избирателя расширяется.

В России, согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (п. 4 ст. 66), выборы членов совета директоров (наблюдательного совета) общества осуществляются при помощи кумулятивного голосования. Требование обязательного кумулятивного голосования появилось только в 2004 г. после принятия Федерального закона от 24.02.2004 г. № 5-ФЗ, до этого некоторые акционерные общества могли не использовать кумулятивное голосование. Одновременно с этим был зафиксирован минимальный размер совета директоров из пяти человек, что также защищает интересы миноритариев. Для компаний с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более 1 тыс. закон устанавливает минимальный размер совета директоров в составе семи человек, а для компаний с более чем 10 тыс. акционеров – девять человек (№ 208-ФЗ (п. 3 ст. 66)). Согласно обследованию 2005 г., в среднем совет директоров включал 6,7 человека (Долгопятава и др., 2009, с. 53), т.е. находился практически на минимальном уровне. Общее собрание акционеров правомочно (имеет кворум), если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества (№ 208-ФЗ (п. 1 ст. 58)). В случае отсутствия кворума назначается новое собрание акционеров.

Кроме акционерных обществ кумулятивное голосование применяется также при избрании членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, членов коллегиального исполнительного органа общества и (или) членов ревизионной комиссии обществ с ограниченной ответственностью (№ 14-ФЗ (п. 9 ст. 37)).

В некоторых странах, например в Великобритании, кумулятивное голосование на выборах в советы директоров применять не разрешается (Rutterford, 2012).

2. Конфликты между акционерами

подавляющее число российских компаний (по данным (Долгопятава и др., 2009), 87% компаний) имеет доминирующего собственника или группу собственников. В таких компаниях кумулятивное голосование может сопровождаться дополнительными издержками,

так как миноритарные акционеры зачастую злоупотребляют своими правами. Однако в последнее время для доминирующих собственников стали появляться новые риски: передача собственности наследникам или партнерам и распад партнерских коалиций (Долгопятава, 2012). Новая структура собственности может иметь нескольких игроков с сопоставимыми долями собственности. Таким примером является борьба за контроль над советом директоров в ОАО «ГМК «Норильский никель»» (см. подробнее в (Карпов, 2011)). В каждом таком конфликте один из акционеров пытается усилить свое влияние в совете директоров или даже захватить контроль над советом. В условиях плохой защищенности прав собственности из-за такой борьбы возникают экономические потери (Капелюшников, 2012). Так как большинство компаний имеет доминирующего собственника, то ситуации с высокой неопределенностью в результатах голосования и распределении сил в совете директоров встречаются нечасто (в США их число тоже невелико (Yermack, 2010)). В этом подразделе проанализировано влияние процедуры голосования на корпоративные конфликты.

В работах (Ikenberry, Lakonishok, 1993; Duvall, Austin, 1965; Austin, 1992) выявлено положительное влияние кумулятивного голосования на успешность попыток захватить контроль над советом директоров, с другой стороны, авторы работы (Dodd, Warner, 1983) не обнаружили значимого различия. В то же время изменение процедуры голосования практикуется менеджментом для защиты от корпоративных захватов (см. (Emerson, Latcham, 1953; Bhagat, Brickley, 1984)), что является косвенным свидетельством того, что процедура голосования имеет значение при корпоративных конфликтах.

Обычно в конфликте акционеров миноритарии пытаются добиться изменений в управлении компанией, что должно влиять на стоимость акций. В работе (Ghosh et al., 1992) были измерены изменения цен акций в день после закрытия реестра акционеров (списка акционеров, имеющих право голоса на данном собрании). Если спрос был повышенным, что связано с желанием получить право голоса, то после закрытия реестра цена должна вернуться к нормальному уровню. Действительно, в эти периоды происходило снижение стоимости акций. Значимое различие наблюдалось в случае голосования на выборах в совет директоров по сравнению с голосованием по общим вопросам. Голосование по смене состава совета директоров имеет долгосрочные последствия для компании, поэтому представляет большую ценность, чем голосование по общим вопросам. Среди событий, вызванных выборами в совет директоров, только для компаний с кумулятивным голосованием имело место статистически значимое изменение цен, что отражает большую ценность права голоса в случае кумулятивного голосования.

А. Жао и А. Брем (Zhao, Brehm, 2011) использовали голосование по предложениям, выдвинутым акционерами, как прокси-пере-

менную для конфликтов между акционерами и советом директоров. Если миноритарным акционерам удастся собрать высокую долю голосов «за» по своим предложениям, это свидетельствует о наличии конфликта, так как совет директоров обычно выступает против предложений акционеров. Показав, что кумулятивное голосование не имеет значимой статистической связи с различными показателями деятельности, А. Жао и А. Брем с помощью метода наименьших квадратов оценили значимое отрицательное влияние наличия кумулятивного голосования на долю голосов «за», что интерпретируется авторами как свидетельство сглаживания конфликтной ситуации. Однако данный анализ не решает вопроса причинности, поэтому можно говорить только о связи кумулятивного голосования и конфликта. Там, где есть кумулятивное голосование, конфликтность ниже.

Кумулятивное голосование, с одной стороны, сглаживает конфликты, предоставляя миноритариям возможность войти в совет директоров, с другой стороны, ослабляет доминирующего собственника, что стимулирует миноритариев на попытки захватить контроль над советом директоров. Предложения по изменению процедуры голосования являются частью стратегии защиты (в случае отмены кумулятивного голосования), и переход к прямому голосованию, вероятно, не случаен, а происходит тогда, когда опасения о разрастании внутрикорпоративных конфликтов небеспопеченны. Миноритарии, заботящиеся о собственном выигрыше, а не об интересах компании, приводят к неэффективным решениям и снижают общий уровень благосостояния (Terekhov, 2011). Вопрос о влиянии процедуры голосования на стоимость компании рассмотрен в разд. 3.

3. Влияние на стоимость компании

С. Бхагат и Дж. Брикли (Bhagat, Brickley, 1984) отмечают следующие механизмы, посредством которых кумулятивное голосование может влиять на результаты деятельности компании. Во-первых, при кумулятивном голосовании повышается вероятность смены контроля над советом директоров. Угроза смены и конкурентность стимулируют совет директоров лучше работать. Во-вторых, представительство миноритариев в совете директоров снижает агентские издержки по делегированию полномочий по управлению компанией. С другой стороны, неоднородность совета директоров усложняет его работу и снижает эффективность менеджмента, так как из-за различий в предпочтениях членов совета директоров их коллективный выбор может быть непоследовательным (Easterbrook, Fischel, 1983).

В качестве признаков изменения процедуры в сторону увеличения кумулятивности С. Бхагат и Дж. Брикли отмечают принятие кумулятивного голосования, возврат от практики поэтапного переизбрания совета директоров к обычной регулярной замене, увеличение количества членов совета директоров⁴. Для проверки гипотезы

⁴ Увеличение размера совета директоров не всегда выгодно миноритариям (Dalebout, 1989). Здесь важно, кому достанется дополнительное место. Рост числа мест может не вести к росту пропорциональности.

о влиянии кумулятивного голосования были измерены изменения цен акций в период оглашения предложений по изменению уровня кумулятивности голосования. Были отобраны только те события, в которых предложения были сделаны менеджментом, так как они с высокой вероятностью будут приняты (современные данные о принятии предложений менеджмента см. в (Maug, Rydqvist, 2009; Personick, 2006)). Авторы выявили слабое положительное влияние кумулятивного голосования на цену акций и в то же время нашли свидетельства того, что менеджмент через ограничение представительства миноритариев уменьшает стоимость компании.

Упразднение кумулятивного голосования является одним из средств, используемых против поглощения, наряду с другими мерами, ослабляющими позиции миноритариев, поэтому влияние кумулятивного голосования нужно рассматривать в более общем контексте. В (Sundaramurthy, 1996) исследуется вопрос о том, как характеристики совета директоров и структура собственности влияют на принятие мер, противодействующих поглощению, в том числе переходу к процедуре прямого голосования. Лояльность независимых директоров по отношению к менеджменту и уровень владения акциями менеджментом положительно влияют на принятие таких мер, а доля акций институциональных инвесторов – отрицательно. Это свидетельствует о том, что принятие решения о смене процедуры голосования во многом является результатом борьбы заинтересованных сторон. Такой механизм принятия решений не обязательно соответствует максимизации стоимости компании. В (Sundaramurthy et al., 1997) изучается влияние принятия мер, противодействующих поглощению, на стоимость акций. Показано, что общее влияние оказывается отрицательным, но существуют значимые различия, зависящие от характеристик компании. При прочих равных условиях кумулятивное голосование положительно влияет на стоимость компании.

Среди мер по защите от поглощения упразднение кумулятивного голосования является наиболее популярным (Heron, Lewellen, 1998). Среди всех изменений, касающихся корпоративного управления, отказ от кумулятивного голосования – это третий по значимости фактор при исследовании методом главных компонент (Danielson, Karroff, 1998). Обычно эта мера сопровождается поэтапной заменой членов совета директоров, утверждением правила суперболюшинства и перерегистрацией фирмы в штате Делавэр, где есть особые условия, в частности разрешено не использовать кумулятивное голосование.

В некоторых работах не найдено значимого влияния кумулятивного голосования. Так, в (Forjan, 1999) исследуется влияние предложений акционеров по утверждению кумулятивного голосования, и значимых изменений доходностей акций в связи с этим не выявлено. А. Жао и А. Брем (Zhao, Brehm, 2011), сравнивая две совокуп-

ности компаний с различными видами процедур, также не выявили значительных отличий в результатах деятельности компаний (доходы и прибыльность).

В работах (Bhagat, Brickley, 1984; Sundaramurthy et al., 1997) было получено положительное влияние кумулятивного голосования по компаниям, где было соответствующее голосование по изменению процедуры. Так как наличие голосования само по себе не случайно (Rechner et al., 1993), то такая оценка могла быть смещенной. Кроме того, принятие решения об изменении процедуры не является независимой переменной (Sundaramurthy, 1996), на это решение влияют многие факторы, которые также влияют и на стоимость компании. Возникает проблема эндогенности, которая в исследованиях по данной тематике не решена. Вероятно, для выявления эффекта надо изучить не одномоментные изменения процедуры или сравнение различных совокупностей компаний, а проследить динамику. Так как процедура кумулятивного голосования применяется регулярно, то ее влияние распространяется на деятельность избранных советов директоров компании в течение длительного времени, т.е. эффект, если он есть, должен быть распределен во времени и усиливаться с ростом продолжительности периода использования или отказа от кумулятивного голосования.

4. Стратегия голосования

Еще до начала активного использования кумулятивного голосования на выборах в советы директоров Г. Друп (Droop, 1881) провел тщательный анализ возможных стратегий использования своих голосов на примере выборов в школьные советы и законодательные органы. В случае если у избирателей достаточно большое число голосов, чтобы побороться за выдвижение своих кандидатов, игроки сталкиваются с проблемой выбора числа кандидатов, которых они будут поддерживать. Разделение голосов между слишком большим числом кандидатов может привести к их неизбранию и потере голосов, которые при другой стратегии могли бы быть использованы для поддержки какого-либо кандидата. Г. Друп (Droop, 1881) нашел такое число кандидатов, которое может гарантировать себе игрок при любом раскладе голосов среди остальных игроков. Условие гарантированной победы одного кандидата состоит в том, что никакие другие S (размер совета) кандидатов не могут набрать больше. Это логика приводит к определению квоты Друпа

$$q = \left\lceil \frac{V}{S+1} \right\rceil + 1. \quad (1)$$

Игрок, обладающий данным числом голосов, гарантированно проводит в совет одного кандидата при любых стратегиях других игроков. Соответственно, чтобы гарантированно иметь в совете R кандидатов, необходимо иметь число голосов, равное

$$V_i = \left[\frac{VR}{S+1} \right] + 1. \quad (2)$$

Стоит заметить, что сумма мест, которые гарантированно могут получить игроки, обычно меньше размера совета. Некоторые игроки могут побороться за эти места, выстраивая свои стратегии с учетом стратегий остальных игроков.

Если избиратель имеет небольшой пакет голосов и намерен поддержать одну из сторон, выдвинувших нескольких кандидатов, то у него есть две стратегии. Первая – отдать все голоса одному кандидату; вторая – разделить их между несколькими кандидатами. Г. Друп отмечает, что на выборах в законодательные органы большинство выбирают первую стратегию. Такая стратегия повышает вероятность того, что голоса не будут потеряны (отданы за проигравшего кандидата). Следствием такой стратегии является получение одним кандидатом слишком большого числа голосов, которое, возможно, является достаточным для избрания нескольких кандидатов. Этот эффект преодолевается высокой партийной дисциплиной, когда партии заранее просчитывают лучшую стратегию и рекомендуют своим сторонникам голосовать определенным образом (Hoag, Hallett, 1926).

При голосовании на выборах в совет директоров акционеры с небольшими пакетами скорее всего будут отдавать свои голоса одному кандидату, иначе они рискуют потратить свои голоса впустую. Деление голосов между несколькими кандидатами является косвенным свидетельством того, что была распространена некоторая информация, способствовавшая координации. Например, это может быть рекомендация консалтингового агентства голосовать за двух независимых директоров. В таком случае деление голосов поровну между двумя кандидатами является разумным, так как такие же действия ожидаются и от других акционеров.

А. Коул (Cole, 1950) и Л. Миллз (Mills, 1968) в XX в. заново открывают формулы Друпа. Эти формулы не дают гарантированного числа мест при конкретном раскладе голосов, а отражают наихудший вариант, когда все остальные голоса находятся у одного игрока. Первое решение, являющееся равновесием в игре с конкретным распределением голосов, было получено Дж. Глассером (Glasser, 1959). В случае игры двух лиц выборы в совет директоров представляют собой чистую антагонистическую игру, в которой может быть найдено равновесие в минимаксных стратегиях. Оказалось, что в игре для двух лиц гарантированные выигрыши не отличаются от рассчитанных Г. Друпом.

В (Glazer et al., 1984) эта проблема решена для любого числа игроков⁵. Показано, что число мест в совете директоров при использовании оптимальных стратегий совпадает с распределением мест методом решения задачи пропорционального представительства д'Ондта.

⁵ М.В. Культина (Культина, 1998) исследовала игру, описывающую выборы в совет директоров, соответствующую процедуре прямого голосования, рассматривая различные модели формирования коалиций.

Согласно методу д'Ондта, голоса акционеров делятся на последовательность 1, 2, ... и т.д. Таким образом, находится число голосов, приходящихся на одного кандидата, если акционер разделит акции между соответствующим числом кандидатов. Все эти последовательности записываются в одну таблицу (как показано в табл. 4). Места распределяются последовательно: первое место достается игроку с наибольшим числом в данной таблице, второе – следующему по размеру и т.д. При распределении шести мест мажоритарный акционер получит 4 места, а миноритарий – 2. Данный метод можно применить для любого числа акционеров и любого размера совета директоров. Из данных табл. 4 видно, что у акционеров нет стимулов делить голоса между большим числом кандидатов. При попытке голосовать за большее число кандидатов, чем рассчитанное методом д'Ондта, число голосов, приходящихся на одного кандидата, будет ниже, чем у остальных акционеров, они сохраняют своих представителей, но дополнительного места акционер не получит.

Таблица 4

Метод д'Ондта

Акционеры	Голоса	$V/1$	$V/2$	$V/3$	$V/4$	$V/5$	Число мест
Мажоритарный	6000	6000 (1)	3000 (3)	2000 (4)	1500 (6)	1200	4
Миноритарный	3300	3300 (2)	1650 (5)	1100	825	660	2

На практике существует множество акционеров с небольшими пакетами, и расчет мест методом д'Ондта приходится проводить сценарно, предполагая различные уровни явки миноритариев, степень их координации между собой, возможность возникновения коалиций.

Близкий результат к (Glazer et al., 1984) был получен Дж. Коксом (Сох, 1991) для выборов в многомандатные округа. Д. Купер (Соорег, 2007) нашел связь кумулятивного голосования с методом д'Ондта в виде неравенства (число мест, рассчитанное методом д'Ондта, всегда не меньше). А.В. Карпов (Карпов, 2011) доказал, что в игре, описывающей выборы в совет директоров, не существует других равновесий по Нэшу, кроме реализующих распределение мест методом д'Ондта. При этом существует множество равновесий по Нэшу как с равным разделением голосов между кандидатами, так и при использовании более сложных стратегий. Таким образом, получено, что данная игра реализует известный метод распределения мест.

В исследованиях, посвященных кумулятивному голосованию на выборах в законодательные органы, также показана множественность равновесий с одинаковыми выигрышами (Sawyer, MacRae, 1962; Goldberg, 1994). Эмпирические данные демонстрируют соответствие выбранных стратегий (число кандидатов, участвовавших от одной партии в округе) теоретическим равновесиям по Нэшу. Однако гипотеза

теза о выборе равновесия «дрожащей руки» (усиление концепции равновесия по Нэшу (Selten, 1975)) не нашла поддержки (Goldburg, 1994).

Проблема нахождения оптимальных стратегий игроков и расчета равновесного распределения мест полностью решена. Решение не выражается конкретной формулой, но описывается легко реализуемым методом д'Ондта (Glazer et al., 1984; Карпов, 2011). Хотя в теории сохраняется множественность равновесий, выбор стратегии, соответствующей разделению голосов поровну между рассчитанным по д'Ондту числом кандидатов, представляется наиболее вероятным, так как при этом у игроков не появляется потерянных голосов.

Заключение

Преимущества той или иной процедуры голосования зависят от структуры собственности. При наличии доминирующего собственника прямое голосование будет сопровождаться меньшими издержками при принятии решений. В этом случае излишняя защита миноритариев ущемляет права доминирующего собственника и может привести к потерям стоимости компании. При распыленной структуре собственности прямое голосование сопровождается издержками создания коалиций (Культина, 1998). Кумулятивное голосование упрощает процесс формирования совета директоров, представляя в равной мере всех собственников.

В России в 1990-е годы принятие кумулятивного голосования в качестве базовой процедуры было естественным, так как институциональные реформы предполагали широкое распространение акционерной собственности (Яковлев, 2006). Кумулятивное голосование, таким образом, являлось еще одним инструментом, дающим возможность миноритарным акционерам участвовать в управлении компанией. Сложившаяся в конце 1990-х годов структура собственности – со значительной концентрацией собственности и контроля (Яковлев, 2006; Паппэ, Галухина, 2009) – способствовала частому нарушению прав миноритариев. Принятие в 2001 г. обязательного использования кумулятивного голосования являлось одной из спектра мер, направленных на улучшение защиты прав миноритариев.

Кумулятивное голосование является прозрачной процедурой голосования, так как позволяет участникам заранее рассчитать гарантированное число мест и равновесное распределение. Миноритарии имеют больше возможностей влиять на ситуацию, что приводит к более частым изменениям в составе совета директоров, в том числе связанным с недружественными поглощениями.

При наличии разнообразных механизмов защиты прав миноритариев прямое голосование может иметь преимущества в виде более согласованного и работоспособного совета директоров, защиты компании от поглощения и внутренних корпоративных конфликтов. В США с развитыми институтами защиты прав миноритариев имеет

место постепенный отказ от процедуры кумулятивного голосования. Это происходит из-за распространения практики злоупотребления правами миноритариев, корпоративного шантажа (greenmail), угроз поглощения.

Литература

- Верников А.В.** (2008). Особенности работы совета директоров в российской компании с высококонцентрированной собственностью. В кн.: «Корпоративное управление и работа совета директоров в российских компаниях» / Под ред. А.А. Филатова и К.А. Кравченко. М.: Альпина Бизнес Букс. С. 309–322.
- Долгопятова Т.Г.** (2012). Корпоративные конфликты и риски доминирующих собственников // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (13). С. 158–160.
- Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А.** (2009). Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. М.: Юстицинформ.
- Капелюшников Р.И.** (2012). Незащищенность прав собственности и ее экономические последствия: российский опыт // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (13). С. 150–153.
- Карпов А.В.** (2011). Модель голосования на выборах совета директоров акционерной компании // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 4 (12). С. 10–23.
- Культина М.В.** (1998). Равновесия по Нэшу в игре голосования. Дисс. на соиск. уч. степ. канд. физ.-мат. наук. СПб.: СПбГУ.
- Папэ Я.Ш., Галухина Я.С.** (2009). Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: ГУ ВШЭ.
- Федеральный закон (1995). Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ // *Собрание законодательства Российской Федерации*. 1996. № 1. Ст. 1.
- Федеральный закон (1998). Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ // *Собрание законодательства Российской Федерации*. 1998. № 7. Ст. 785.
- Федеральный закон (2004). Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах”» от 24.02.2004 г. № 5-ФЗ // *Собрание законодательства Российской Федерации*. 2004. № 11. Ст. 913.
- Яковлев А.А.** (2006). Агенты модернизации. М.: ГУ ВШЭ.
- Austin D.V.** (1992). Reflections of a Corporate Conflict Freak // *Managerial Finance*. Vol. 18 (7). P. 34–58.
- Ballantine H.W.** (1934). A Critical Survey of the Illinois Business Corporation Act // *The University of Chicago Law Rev.* Vol. 1 (3). P. 357–393.
- Bhagat S., Brickley J.A.** (1984). Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights // *J. of Law and Econ.* Vol. 27 (2). P. 339–365.
- Cai J., Garner J.L., Walking R.A.** (2009). Electing Directors // *The J. of Finance*. Vol. 64 (5). P. 2389–2421.

- Cole A.T. Jr.** (1950). Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting // *2 South Carolina Law Quarterly*. Vol. 3. P. 225–244.
- Cooper D.A.** (2007). The Potential of Cumulative Voting to Yield Fair Representation // *J. of Theoretical Politics*. Vol. 19 (3). P. 277–295.
- Cox G.W.** (1991). SNTV and d'Hondt are «Equivalent» // *Electoral Studies*. Vol. 10 (2). P. 118–132.
- Dalebout R.S.** (1989). Cumulative Voting for Corporate Directors: Majority Shareholders in the Role of Fox Guarding a Hen House // *Brigham Young University Law Rev.* Vol. 4. P. 1199–1226.
- Danielson M.G., Karpoff J.M.** (1998). On the Uses of Corporate Governance Provisions // *J. of Corporate Finance*. Vol. 4 (4). P. 347–371.
- Dodd P., Warner J.B.** (1983). On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests // *J. of Financial Econ.* Vol. 11 (1). P. 401–438.
- Droop H.R.** (1881). On Methods of Electing Representatives // *J. of the Statistical Society of London*. Vol. 44 (2). P. 141–202.
- Duvall R.M., Austin D.V.** (1965). Predicting the Results of Proxy Contests // *The J. of Finance*. Vol. 20 (3). P. 464–471.
- Emerson F.D., Latham F.C.** (1953). Proxy Contests: A Study in Shareholder Sovereignty // *California Law Rev.* Vol. 41 (3). P. 393–438.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R.** (1983). Voting in Corporate Law // *J. of Law and Econ.* Vol. 26 (2). Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution. P. 395–427.
- Felsenthal D.S.** (1985). Is Cumulative Voting Really Different from One-Man, One-Vote? // *Electoral Studies*. Vol. 4 (2). P. 141–148.
- Forjan J.M.** (1999). The Wealth Effects of Shareholder-Sponsored Proposals // *Rev. of Financial Econ.* Vol. 8 (1). P. 61–72.
- Gerstenberg C.W.** (1922). Material of Corporation Finance. Fourth Edition. N.Y.: Prentice-Hall, Inc.
- Ghosh C., Owers J.E., Rogers R.C.** (1992). Proxy Contests: A Re-Examination of the Value of the Vote Hypothesis // *Managerial Finance*. Vol. 18 (7). P. 3–18.
- Glasser G.J.** (1959). Game Theory and Cumulative Voting for Corporate Directors // *Management Science*. Vol. 5 (2). P. 151–156.
- Glazer A., Glazer D., Grofman B.** (1984). Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equations // *South Carolina Law Rev.* Vol. 35 (2). P. 295–309.
- Goldburg C.B.** (1994). The Accuracy of Game Theory Predictions for Political Behavior: Cumulative Voting in Illinois Revisited // *The J. of Politics*. Vol. 56 (4). P. 885–900.
- Gordon J.N.** (1994). Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting // *Columbia Law Rev.* Vol. 94 (1). P. 124–192.
- Heron R.A., Lewellen W.G.** (1998). An Empirical Analysis of the Reincorporation Decision // *J. of Financial and Quantitative Analysis*. 1998. Vol. 33 (4). P. 549–568.
- Hoag C., Hallett G.** (1926). Proportional Representation. N.Y.: The Macmillan Company.

- Hupp J.W.** (1953). Corporations: Officers and Directors: Relationship between Cumulative Voting and Removal Provisions // *Michigan Law Rev.* Vol. 51 (5). P. 744–747.
- Ikenberry D., Lakonishok J.** (1993). Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications // *The J. of Business.* Vol. 66 (3). P. 405–435.
- Maug E., Rydqvist K.** (2009). Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules // *Rev. of Finance.* Vol. 13 (1). P. 47–79.
- Mills L.R.** (1968). The Mathematics of Cumulative Voting // *Duke Law J.* Vol. 28 (1). P. 28–43.
- Mishra S.** (2008). Confidential and Cumulative Voting 2008 Background Report [Электронный ресурс] RiskMetrics group. Режим доступа: http://va.issproxy.com/resourcecenter/publications/Background_Reports/2008/CC_2008.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: ноябрь 2012 г.).
- Personick M.E.** (2006). 2006 Background Report: Confidential and Cumulative Voting [Электронный ресурс] Institutional Shareholder Services. Режим доступа: http://va.issproxy.com/resourcecenter/publications/Background_Reports/2006/CC.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: ноябрь 2012 г.).
- Personick M.E.** (2003). IRRRC Corporate Governance Service 2003 Background Report F: Voting Issues: Confidential and Cumulative Voting. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://va.issproxy.com/resourcecenter/publications/Background_Reports/2003/Conf-Cum03.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: ноябрь 2012 г.).
- Rechner P.L., Sundaramurthy C. Dalton D.R.** (1993). Corporate Governance Predictors of Adoption of Anti-Takeover Amendments: An Empirical Analysis // *J. of Business Ethics.* Vol. 12 (5). P. 371–378.
- Rutterford J.** (2012). The Shareholder Voice: British and American Accents, 1890–1965 // *Enterprise & Society.* Vol. 13 (1). P. 120–153.
- Sawyer J., MacRae D. Jr.** (1962). Game Theory and Cumulative Voting in Illinois: 1902–1954 // *The American Political Science Rev.* Vol. 56 (4). P. 936–946.
- Selten R.** (1975) A Reexamination of the Perfectness Concept for Equilibrium Points in Extensive Games // *International J. of Game Theory.* Vol. 4 (1). P. 25–55.
- Stevens W.H.S.** (1926). Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control // *The Quarterly J. of Econ.* Vol. 40 (3). P. 353–392.
- Sundaramurthy C.** (1996). Corporate Governance Within the Context of Antitakeover Provisions // *Strategic Management J.* Vol. 17 (5). P. 377–394.
- Sundaramurthy C., Mahoney J.M., Mahoney J.T.** (1997). Board Structure, Antitakeover Provisions, and Stockholder Wealth // *Strategic Management J.* Vol. 18 (3). P. 231–245.
- Swanson D.W.** (1956). Corporations: Statutes Providing for Both Cumulative Voting and Classified Boards // *Michigan Law Rev.* Vol. 55 (1). P. 139–141.
- Terekhov V.** (2011). Three Essays on Investor Protection. [Электронный

ресурс] A Thesis in the Department of Economics. Concordia University. Montreal. Canada. Режим доступа: http://spectrum.library.concordia.ca/974066/1/Terekhov_PhD_S2012.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: ноябрь 2012 г.).

Ventoruzzo M. (2011). Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making // *European Company and Financial Law Rev.* Vol. 8 (2). P. 105–144.

Williams C.M. (1955). Cumulative Voting // *Harvard Business Rev.* Vol. 33 (3). P. 108–114.

Yermack D. (2010). Shareholder Voting and Corporate Governance // *The Annual Rev. of Financial Econ.* Vol. 2. P. 103–125.

Zahra S.A., Pearce II J.A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model // *J. of Management.* Vol. 15 (2). P. 291–334.

Zhao A., Brehm A.J. (2011). Cumulative Voting and the Conflicts between Board and Minority Shareholders // *Managerial Finance.* Vol. 37 (5). P. 465–473.

Поступила в редакцию 24 ноября 2012 года

A.V. Karpov

National Research University Higher School of Economics, Moscow

Corporate Board Elections and Company's Performance

This paper surveys models of cumulative voting in corporate elections that have appeared in the literature. The influence of cumulative voting on company performance and proxy contests is analyzed. The practical issues as well as theoretical aspects of cumulative voting are studied. The particular section is devoted to game-theoretical modeling of the cumulative voting for corporate directors.

Keywords: *board of directors, corporate governance, cumulative voting.*

JEL Classification: G34, D71.