



אקטיביזם של בעלי מניות והשפעתו על איכות הממשל התאגידי ושווי החברה



יעקב עודד

ד"ר יעקב עודד הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב משנת 2007. בעל תואר דוקטור בכלכלה מימונית מאוניברסיטת Carnegie Mellon בארצות הברית, מוסמך בניהול בהצטיינות מאוניברסיטת תל אביב, ובוגר תואר ראשון בהנדסת חשמל בהצטיינות מהטכניון בחיפה. לפני הצטרפותו לפקולטה לניהול כיהן כחבר סגל באוניברסיטת Boston בארצות הברית וכן עבד כמהנדס פיתוח בחברת מוטורולה. תחומי העניין והמחקר שלו מתמקדים בניהול פיננסי של חברות, ובעיקר במבנה ההון של החברה, מדיניות דיווידנדים ורכישה חוזרת של מניות, הערכת שווי, פשיטות רגל וניהול תאגידי. מאמריו התפרסמו בכתבי עת מובילים בתחום המימון.

תקציר

המאמר סוקר את הספרות הקיימת על אקטיביזם של בעלי מניות חיצוניים בחברות ציבוריות, והשפעתו על התנהלות חברות אלו ועל שוויין. אקטיביזם מתבצע בעיקר על ידי גופים מוסדיים כגון קרנות פנסיה, קרנות נאמנות, וחברות ביטוח. הוא כולל פניות ישירות אל הנהלת החברה והעלאת הצעות לאסיפה השנתית. הצעות אלו מתמקדות בדרישות שונות כגון הגבלת שכר המנהלים, מניעת מיזוגים ורכישות שלדעת האקטיביסטים יפגעו בחברה, ולחץ על ההנהלה להתייעלות ולחלוקת המזומנים החופשיים לבעלי המניות. אקטיביזם מתבצע גם בצורה של מכירת מניות החברה או איום על מכירתן (Exit לעומת Voice). המחקרים מראים כי בדרך כלל אקטיביזם משביח את הממשל התאגידי בחברות ואת שוויין.



Exit-Voice. כלומר בנוסף על השתתפות פעילה והעלאת הצעות ודרישות באספות או ישירות מול ההנהלה, הם יכולים גם למכור את החזקותם בחברה או לאיים במכירתה. אם כן, גם מכירת מניות היא סוג של אקטיביזם.

מהי המוטיבציה לאקטיביזם של בעלי מניות? ברוב החברות, ובפרט בכל החברות הציבוריות, מנהלי החברה אינם בעלי 100% מהמניות. הפרדה זו בין בעלות לניהול מולידה ניגוד אינטרסים המכונה בספרות "בעיית הסוכן": בעלי המניות מעוניינים במקסום שווי מניותיהם (שכן שווי מניותם הוא הדרך היחידה שבה הם יכולים ליהנות מפעילויות החברה). לעומתם, מנהלי החברה מעוניינים במקסום טובתם האישית, שאינה בהכרח מקסום שווי המניות. למשל, הם מעוניינים בשכר גבוה, ריבוי עובדים תחתיהם, הגנות מפני השתלטויות, ובמבזים המסבים להם הנאות פרטיות. במובן הרחב יותר, ייתכנו ניגודי עניינים וחילוקי דעות בין המנהלים ובעלי המניות לא רק ביחס לשווי המניות, אלא גם לגבי נושאים כגון החזון של החברה, אסטרטגיה עסקית ואחריות סביבתית. ניגודי עניינים וחילוקי דעות אלו יוצרים לבעלי המניות החיצוניים מוטיבציה לבדוק, לבקר ולהשפיע על פעולות החברה, ואקטיביזם הוא אמצעי חשוב לכך. ככל שהפרדה בין הבעלות לניהול גדולה

מהו אקטיביזם של בעלי מניות?

בעלי מניות אקטיביסטים הם בעלי מניות בחברה ציבורית נסחרת המנסים לממש את זכותם כבעלי מניות על מנת להביא לשינויים בחברה או בשביל החברה. שינויים אלו מקיפים תחומים רבים ובהם הממשל התאגידי, המודל עסקי של החברה, חלוקת רווחים, תרבות פנימית, אחריות סביבתית, ועוד. באופן טיפוסי אקטיביסט רוכש חלק קטן מהבעלות על החברה אך גדול מספיק כדי שיצדיק את עלות האקטיביזם. הוא משתמש בטקטיקות שונות כגון השתתפות באספות, פניות ישירות אל ההנהלה ופרסומים במדיה המודפסת והאלקטרונית כדי לייצר לחצים, וכן איומים בהגשת תביעות משפטיות נגד החברה, על מנת לדרוש את ביצוע השינויים שבהם הוא חפץ. אקטיביסטים אינם משתתפים בניהול היומיומי של החברה אך יש להם דרכים שונות להשפיע על ההנהלה והדירקטוריון, כולל דיאלוגים עם המנהלים והגשת הצעות שעליהן יציעו כל בעלי המניות באספה השנתית.

הספרות האקדמית על ממשל תאגידי מציינת שני ערוצים שבהם משקיעים גדולים יכולים להשפיע על הממשל התאגידי:

יותר, וככל שמנהלים ובעלי מניות פנימיים (המעורבים בניהול החברה) נוטים לחשוב יותר על טובתם האישית מאשר על טובת החברה, כך גדלה בעיית הסוכן ואיתה המוטיבציה לאקטיביזם.

התפתחות האקטיביזם

אקטיביזם של בעלי מניות התפתח מאוד בעשורים האחרונים. אם עד שנות השמונים של המאה הקודמת היה נהוג לחלק את המשקיעים למשקיעים פנימיים (בעלים־מנהלים) ולמשקיעים חיצוניים פסיביים, ארבעת העשורים האחרונים מעידים על התפתחות אקטיביזם של משקיעים חיצוניים שנטו קודם להיות פסיביים. אקטיביזם זה התפתח בעצם משני כיוונים שונים. בשנות השמונים התאפיין האקטיביזם בעיקר בהשתלטויות עוינות של מיליארדרים וקרנות הון פרטי. גופים אלו חיפשו חברות שלא היו מנוהלות בצורה טובה ורכשו את מניותיהן במחיר נמוך. לרוב המחיר היה נמוך ואטרקטיבי גם מאחר שחברות אלו היו בקשיים תפעוליים או קשיי נזילות. הם השיגו בהן שליטה, החליפו את ההנהלה, השביחו את ערכן ואז מכרו אותן ברווח. הם הציגו את עצמם ככאלו שבאו להציל את בעלי המניות מההנהלה, ולרוב הם אכן שיפרו את ניהול החברה והעלו את שווייה. אולם פעמים רבות ההנהלות היו מציעות למשתלט העוין לרכוש את המניות בחזרה במחיר גבוה יותר על מנת למנוע את ההשתלטות העוינת ולהמשיך לשלוט בחברה (פעולה המכונה Greenmail). האקטיביסטים היו נענים בשמחה להצעה לרווח קל ומהיר במקום להמתין עד שיצליחו להשביח את החברה, וכך האקטיביסטים לא רק שלא הועילו לבעלי המניות אלא אף הזיקו להם — גם קופת החברה דוללה, וגם ההנהלה לא הוחלפה בסופו של דבר.

פעמים רבות המניות של החברות ששימשו מטרה לאקטיביסטים נסחרו במחיר נמוך מהחזקות המזומן שלהן, לעיתים בגלל חוסר יעילות זמנית בשוק המניות (תמחור חסר), ומטרת ההשתלטות הייתה פשוט לרוקן את החברה ממזומניה, צעד שהחריף את בעיות מימון הפעילות וגם פגע בצד התפעולי. לדוגמה, חברות צמיחה צעירות (ללא הכנסות עדיין) שהשתמשו בכסף שגייסו ממשקיעים/בהנפקה כדי לפתח את המוצר שלהן, והתעכבות בצמיחה (למשל אי קבלת אישור מה-FDA על תרופה שפיתחו או אי הצלחה לרשום פטנט) גרמה לסנטימנט שלילי בשוק. כתוצאה מכך שווי השוק יורד מתחת למזומנים, הנכס המוחשי היחיד שיש באותו רגע לחברות אלו. הסיבה יכולה להיות אי־ימטריה באינפורמציה

(החברה יודעת שיש לה סיכוי להצליח יותר מאשר השוק יודע) או התנהגותית (המנהלים אופטימיים מדי או השוק פסימי מדי). דוגמה אחרת היא חברות בוגרות ממונפות מאוד ששווי נכסיהן בעיני השוק ירד מתחת לשווי החוב, אך הן בעלות מזומנים רבים מתקופות עבר מוצלחות. במצב זה גם אם הערך האמיתי של החברה יורד מתחת לערך החוב, להנהלה עדיין יש אינטרס להמשיך כי אין לה מה להפסיד. אקטיביסט שישתלט על החברה יכול לעצור את המשך שחיקת השווי של הנכסים. בשתי הדוגמאות, התפשרות על Greenmail היא אופציה רציונלית מבחינת ההנהלה.

התפתות המשתלטים העוינים לרדוף אחר רווחים קלים נרמה לתופעה הפוכה ממטרתם המוצהרת. הם התחילו להשתלט על יותר ויותר חברות תוך עשיית רווחים מהירים בשוק המניות אך גם גרמו להרס החברות. לרוב התהליך גם היה כרוך בפטורי עובדים המוניים, וככל שהתרברר שהמניעים היו לא רק התייעלות, החלה התנגדות ציבורית להשתלטויות אלה. עם התרבות מקרים אלו של פגיעה בשווי במקום השבחה, הרגולטורים הגבילו מאוד את הפעילות וכתוצאה מכך תופעת ההשתלטויות דעכה בסוף שנות השמונים. שנים רבות לאחר מכן, במאה הנוכחית, חוזרים אותם מיליארדרים משנות השמונים להיות אקטיביים כשהם כעת בני 80-90 (כנראה שאקטיביזם הוא סגולה לאריכות ימים), אך הפעם לא כמשתלטים עוינים אלא באופן עדין בהרבה. היום הם פועלים בדרכים פחות אנרגטיות. הם משתתפים באספות ודורשים מההנהלה לפעול על פי השקפת עולמם, בדרך כלל לטובת בעלי המניות. שמות מוכרים הם קארל איקהן, קירק קרקוריאן, ביל אקמן, ונלסון פראו.

כאשר פעילות ההשתלטויות העוינות הצטמצמה מאוד בסוף שנות השמונים, נוצר שוב חסר בהגנה על המשקיעים החיצוניים, ולא היה מי שידאג שההנהלה לא תעשה כרצונה ללא התחשבות בהם. לוואקום הזה בממשל התאגידי החלו להיכנס הגופים המוסדיים (קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קרנות נאמנות, והרבה אחר כך גם קרנות הון פרטי וקרנות נידור) והתפתח אקטיביזם מכיוון אחר.

החזקתם של הגופים המוסדיים בחברות ציבוריות עלתה מ-10% בתחילת שנות החמישים ל-70% באמצע העשור הראשון של המאה הנוכחית (Gillian and Starks, 2007). עד שנות השמונים, יכולתם של משקיעים חיצוניים להתערב בניהול החברה הסתכמה באפשרות שעוגנה בתקנה 8-14a

נזכיר שוב כי האקטיביזם יכול להתבטא לא רק בהתערבות בממשל התאגידי. לבעלי המניות החיצוניים תמיד יש אפשרות להצביע ברגליים, כלומר למכור את מניותיהם, לחסל את השקעתם בחברה ולעזוב (Admati and Pfleiderer, 2009). מכירה כזאת בהחלט משפיעה על הנהלת החברה, מפני שמכירת מניות של גוף מוסדי היא מכירה גדולה שבדרך כלל מפילה את מחיר המניה בשוק. מחיר המניה אומנם לא משפיע ישירות על הביצועים התפעוליים של החברה, אך הוא בהחלט מדד המשפיע ישירות על תגמול המנהלים. נפילה כזאת במחיר תשפיע גם על יכולת החברה לניס בעתיד הון עצמי וחוב, ועל עלויות ניסויים אלו.

אילו חברות זוכות לאקטיביזם? מחקרים מראים כי אקטיביסטים בוחרים לעצמם כמטרה חברות בעלות שווי נמוך יחסית להיקף פעילותן בתעשייה, חברות עם בעלות מוסדיים נבונה והחזקות פנימיות נמוכות (Carleton, Nelson and Weisbach, 1998). עם זאת, קרנות פרטיות וקרנות גידור שהצטרפו לאחרונה לאקטיביזם מתמקדות גם בחברות רווחיות עם ביצועים תפעוליים טובים. Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas (2008) למשל, מוצאים כי קרנות גידור אקטיביסטיות מתמקדות בחברות בעלות שווי שוק נמוך יחסית לשווי ספרים, חברות שאינן מחלקות דיבידנדים, חברות בעלות הגנת יתר נגד השתלטויות עוינות, וחברות שבהן המנכ"ל מקבל משכורת נבונה מאוד.

האם אקטיביזם משפיע?

בבואנו לענות על שאלה זאת, יש לזכור תחילה שלא את כל האקטיביזם של בעלי המניות הציבור ראה, מאחר שחלקו נעשה ישירות מול ההנהלה. ואכן, Carleton, Nelson and Weisbach (1998) מוצאים במחקרם כי כ-70% מיוזמות האקטיביסטים מול ההנהלה מגיעות להסכמה ולכן אינן מגיעות כלל לאספת בעלי המניות, כלומר אינן מגיעות לידיעת הציבור. המשמעות היא כי האקטיביזם שהציבור מודע לו מהווה רק כ-30% מהפעילות האקטיביסטית של בעלי המניות. על האקטיביזם שכן חשוף לציבור בוצעו מחקרים שמראים כי הוא אכן משפיע על החלטות החברה. למשל, Del Guercio and Hawkins (1999) מוצאים כי הצעות של בעלי מניות באספה משפיעות על הממשל התאגידי ועל פעילויות החברה בהקשר של מכירת נכסים וארגון מחדש של נכסי החברה. במחקר מאוחר יותר, Del Guercio Wallis

של הרשות לניירות ערך האמריקאית (SEC) משנת 1943, ואפשרה לבעלי מניות חיצוניים להעלות הצעות להצבעה. אולם אפשרות זאת לא נוצלה כמעט, כפי הנראה בגלל כוחם הרב של בעלי השליטה (מחזיקי מניות פנימיים). במקביל למשתלטים העוינים של שנות השמונים, עם תחילת הגידול המשמעותי של החזקות הגופים המוסדיים, התחילו גופים אלו, ובעיקר קרנות פנסיה, להתערב ולהציע הצעות ולהשתתף באופן פעיל באספות החברה. הגוף הידוע במיוחד כמסמן את תחילת האקטיביזם של המוסדיים הוא CalPERS, קרן הפנסיה של עשרות אלפי עובדי ציבור בקליפורניה. קרן זו החלה לנצל את החזקותיה הגדולות בחברות ציבוריות על מנת להשתתף בצורה אקטיבית באספות החברות הציבוריות שבהן השקיעה ולדרוש שינויים לטובת בעלי המניות החיצוניים. עם השנים הצטרפו לאקטיביזם קרנות פנסיה רבות, קרנות נאמנות וחברות ביטוח, ובשנות האלפיים הצטרפו גם קרנות הון פרטי וקרנות גידור.

במה מתבטא האקטיביזם של גופים מוסדיים אלו? הם שומרים על האינטרסים של בעלי המניות החיצוניים באופנים שונים. הם מצביים דרישות לקשר בין ביצועי מנהלים לתגמולם, דרישות לתשואה להון (בחירת השקעות) והימנעות ממיזוגים ורכישות מפחיתי ערך (מניעת בניית אימפריות), כפי שמתעדים את (Gaspar, Massa, and Matos (2005). אקטיביסטים אלו גם באים אל ההנהלה בדרישה לשחרר מוזמנים חופשיים בצורת דיבידנד או רכישה חוזרת של מניות. עוד הם דורשים קיצוץ בעלויות והוצאות מיותרות, וכן הגבלת שכר המנהלים. פעילותם של גופים מוסדיים אלו היא האקטיביזם הנפוץ כיום (בניגוד לאקטיביזם דרך השתלטויות עוינות של שנות השמונים). פעילות נוספת שלהם מתמקדת בהסרת הגנה על ההנהלה מפני המשקיעים בצורה של הסרת הגנות מפני השתלטויות עוינות וחיוק עצמאות הדירקטוריון (Gillian and Starks, 2000). גופים מוסדיים אלו גם משתמשים במקביל במדיה המודפסת והאלקטרונית על מנת ללחוץ על מנהלים לקבל את הצעותיהם. בשנים האחרונות מתמקד האקטיביזם של בעלי מניות לא רק בשיפור הממשל התאגידי ושמירה על שווי החברה, אלא גם באחריות סביבתית (CSR, Corporate Social Responsibility) כפי שמתועד למשל על ידי Couvert (2021). לעיתים קרובות מופנית ביקורת כלפי בעלי המניות האקטיביסטים על כך שהמחשבה שלהם ממוקדת במחיר המניה (כלומר בטווח הקצר), וכתוצאה מכך הם גורמים למנהלים להתמקד בתוצאות הטווח הקצר על חשבון תוצאות הטווח הארוך.

ממלאים את הטופס הזה עבור הרשות לניירות ערך (ה-SEC) והוא חשוף באופן מיידי לציבור. החוקרים מוצאים תגובת שוק חיובית להודעה על מילוי טופס D13, ומפרשים זאת בכך שהשוק מאמין הן ביכולת האקטיביסטים להעלות את שווי החברה והן ביכולת האקטיביזם לזהות מניות המתומחרות בחסר ולהשקיע בהן. Brav, Jiang, Pratnoy and Thomas (2008) מתמקדים בתגובת השוק למילוי טופס D13 על ידי קרנות נידור ומדווחים גם הם על תגובת שוק חיובית. תוצאות דומות מדווחות גם על ידי Klein and Zur (2008), Clifford (2008), (2009). מחקרים אחרים בחנו את תגובת השוק סביב פעילות אקטיביסטית כגון אספת בעלי המניות. כאן ככלל לא נמצאה תשובת שוק עודפת (Carleton, Nelson and Weisbach, 1998). לעומת זאת, Strickland, Wiles and Zenner (1996) מוצאים תגובת שוק חיובית ומשמעותית להודעה על הנעה להסכמים בין אקטיביסטים לחברות.

דרך אחרת לבחון את השפעת האקטיביזם של בעלי המניות היא לא להסתכל על ביצועי המניה המיידיים כתגובה להודעה על אקטיביזם אלא על תשובות בטווח הארוך של מניות שהיו חשופות לאקטיביזם. גם כאן הממצאים הם לרוב חיוביים. למשל, Opler and Sokobin (2000) עוקבים אחר ביצועי מניות מיום ההנפקה ועד שנה לאחר ההנפקה, ומוצאים שמניות שחוו אקטיביזם של בעלי מניות בשנה זו זכו לתשובה עודפת בתקופה זו יחסית לחברות שהונפקו ולא היו חשופות לאקטיביזם. Nesbitt (1994) מוצא עדות חזקה להשפעה חיובית על ביצועי המניה. הוא מוצא שביצועי מניות שחוו אקטיביזם היו משמעותית מתחת לשוק בחמש השנים שלפני האקטיביזם, ומשמעותית מעל השוק בחמש השנים שלאחר האקטיביזם (-66% ו-41%+ בממוצע, בהתאמה).

ישנם גם מחקרים שבמקום להסתכל על תגובת השוק וביצועי המניה לאקטיביזם, בוחנים אם הייתה לאקטיביזם השפעה לאורך זמן על פעילות החברה באופן שהגדיל את השווי. Gillan, Kensinger and Martin (2000) מוצאים שאכן כך הדבר. הם מוצאים שאקטיביזם של בעלי מניות להאצת תהליך לארגון נכסים מחדש (restructuring) גורם להעלאת שווי החברה. מאידך, מחקרים אחרים כגון Karpoff, Malatesta (1996) and Walkings (1996) וכן Smith (1996), אינם מוצאים כל השפעה של אקטיביזם בצורה של הצעת הצעות באספה על ביצועים תפעוליים של חברות. ישנם גם מחקרים כגון Romano (2001) המוצאים כי עלות האקטיביזם עולה על התועלת.

Woidtke (2006) and מוצאים כי אקטיביזם מצליח לגרום להחלפת מנהלים ודירקטורים. Hartzell and Starks (2003) מוצאים כי בחברות שבהן בעלי המניות החיצוניים אקטיביים, חלק גדול יותר משכר המנהלים משולם באמצעות מניות. נתון כזה מפורש בדרך כלל כממשל תאגידי טוב, מאחר שהוא יוצר חפיפה גדולה יותר בין האינטרסים של המנהל למקסום שווי החברה. לעומת זאת, נמצא כי רק כ-10% מההצעות המועלות לאספה על ידי בעלי המניות החיצוניים עוברות, כלומר הצלחתם מוגבלת מאוד. אולם עם הזמן מספר ההצעות של בעלי המניות החיצוניים גדל מאוד, ובמיוחד גדל מספר ההצעות על הגבלת שכר בכירים. לכן גם אם רק אחוז קטן מהצעות בעלי המניות החיצוניים מצליח לעבור, הם עדיין מצליחים להעביר יותר ויותר החלטות. לצד זאת, מחקרים על הצעות ההנהלה באספות מראים כי רובן ככולן מתקבלות, אך הקבלה שלהן בכל זאת תלויה בביצועי החברה. כלומר לבעלי המניות החיצוניים יש השפעה מסוימת על קבלת הצעות ההנהלה באספות (Gillan and Starks, 2007).

שאלה קשורה היא השאלה הבאה: **אם אקטיביזם משפיע, האם הוא גם גורם להעלאת שווי החברה?** מצד אחד ברור שבעיית הסוכן קיימת, כלומר ברגע שיש סוכן שמנהל את החברה במקום הבעלים נוצר ניגוד אינטרסים בעייתי לממשל התאגידי ולניהול החברה, ולכן נצפה כי התערבות בעלי המניות החיצוניים כדי להגן על זכויותיהם תהיה מועילה. מאידך, הפעולות של בעלי המניות החיצוניים עשויות להזיק מפני שהם אינם מכירים את פעילות החברה. עוד יש לזכור כי אקטיביסטים רבים הם שלוחים של בעלי המניות ואינם בעלי המניות עצמן, כגון קרנות פנסיה וקרנות נאמנות. למנהלי קרנות יכולים להיות אינטרסים שונים מאלו של בעלי המניות החיצוניים שהם מייצגים ושלטובתם הם אמורים לפעול, כלומר הם בעצמם "סוכנים". למשל, הם יכולים לקבל טובות הנאה מההנהלה תמורת התיישרות עם החלטותיה (דוגמאות בהמשך).

דרך אחת לבחון אם לאקטיביזם השפעה חיובית על שווי החברה היא לבדוק את תגובת השוק להכרזה על אקטיביזם, כלומר לאמוד כיצד השתנה מחיר המניה בתגובה להכרזה. בנישה זו אנו סומכים בעצם על שוק ההון שידע להעריך נכונה את ההשפעה. המחקר הראשון בנושא (Holderness and Sheehan 1985), בודק את תגובת השוק למילוי טופס D13 בידי משקיעים. בארה"ב משקיעים שבכוונתם להיות אקטיביים

Advisors. חברות אלו מייצעות למשקיעים, בעיקר לגופים מוסדיים כיצד להצביע באספות, ואף נותנות להם "שירותי הצבעה", כלומר מצביעות עבורם (Iliev and Lowry, 2014). הקבוצה הידועה והגדולה בתחום היא Institutional Shareholder Services (ISS). בישראל חברת Proxy Advisor ידועה היא "אנטרופי", ומשקיעים מוסדיים רבים משתמשים בשירותיה. לחברות אלו תפקיד חשוב בעיבוד המידע הרב שיוצא לציבור על החברה, על מנת לעזור למשקיעים מוסדיים לקבל החלטות נכונות לגבי אופן הצבעתם.

מחקרים מראים שלהמלצות ה-Proxy Advisors יש השפעה מהותית על האופן שבו מצביעות קרנות נאמנות (Larcker, McCall, and Ormazabal, 2015; Malenko and Shen, 2016; Ertimur, Ferri, and Oesch, 2017). החוקרים גם מראים שקרנות נאמנות נוטות להצביע בחיוב על הצעות ההנהלה כאשר יש להן קשרים עסקיים אחרים עם החברה (Davis and Kim, 2007; Ashraf, Jayaraman, and Ryan, 2016; Cvijanovic, Dasgupta, and Zachariadis, 2012).

אחת הבעיות עם שימוש בשירותי Proxy Advisors היא "מי ישמור על השומרים?". יכולתם של יועצים אלו להשפיע על הצבעת לקוחותיהם נותנת להם כוח רב. על הייעוץ שלהם להיות לטובת לקוחותיהם (בעלי המניות החיצוניים), וכמובן שיש להם עניין לעשות זאת על מנת לבנות לעצמם מוניטין שמשוך לקוחות. מאידך, מאחר שיועצים אלה אינם בעלי מניות בעצמם, הם עלולים להתפתות להצביע באופן שפוגע בבעלי המניות אך מקדם את טובתם האישית, למשל ביחסיהם עם חברות. ואומנם, בעקבות מספר מקרים של "סחיסת חברות" לשם שכירת שירותיהם תמורת הצבעה ידידותית (למשל על שכר מנהלים), בשנת 2020 העבירה הרשות לניירות ערך בארה"ב תקנות ודרישות דיווח לחברות אלו על מנת להגביר את שקיפות המלצותיהן.

מחקרים אחרים בוחנים מה מאפיין את הצבעת המשקיעים האקטיביים דרך אופן ההצבעה שלהם. למשל, Morgan (2011) Poulsen, Wolf and Yang מצא כי קרנות נאמנות נוטות להצביע בעד החלטות הנהלה ונגד הצעות של בעלי מניות (הצעות הנובעות מאקטיביזם של בעלי מניות). למרות זאת הן נוטות להצביע בעד הצעות בעלי מניות בחברות בעלות ממשל תאגידי חלש. החוקרים מפרשים זאת כעדות לכך שקרנות נאמנות משמשות כשומרות סף בחברות ציבוריות

(Albuquerque, Fos and Schroth (2021) בודקים אם אקטיביזם משפיע על השווי בדרך יצירתית. בארה"ב, בעלי עניין (מעל 5% בעלות) נדרשים להצהיר אם בכוונתם להשפיע על ניהול החברה (להיות משקיעים אקטיביים) או לא (כלומר להיות משקיעים פסיביים) על ידי הצהרה בטופס המתאים (D13 או G13, בהתאמה). החוקרים מוצאים שתגובת השוק להודעה על כוונה להיות משקיע אקטיבי על ידי מילוי טופס D13 גבוהה משמעותית מתגובת השוק להודעה על הכוונה להיות משקיע פסיבי במילוי טופס G13 (6.33% לעומת 0.59%, בהתאמה). זאת ועוד, הם מוצאים שההפרש נשאר משמעותי גם אחרי שהם מסננים גורמי השפעה אחרים, כגון היכולת של המשקיעים לבחור מניות מתומחרות בחסר והטיות מדגם. החוקרים מפרשים את ההבדל בין התשובות כעדות לכך שאקטיביזם אכן משפר את הממשל התאגידי ומשביח את שווי החברה.

כאמור, אקטיביזם מתבצע בצורות שונות, והצבעה על הצעות באספות היא אחת מהן. מחקרים שונים בחנו את אופן ההצבעה של המשקיעים החיצוניים באספות ואת איכותו, של אקטיביזם זה. כלומר האם יש לו השפעה חיובית על החברה. על מנת להצביע נכון, כלומר להצביע באופן שיגדיל את שווי החברה, משקיעים צריכים אינפורמציה נכונה. Gao and Huang (2021) מפתחים במאמרם מדד לאיכות ההצבעה של משקיעים (קרנות נאמנות). הם מניחים שמשקיע בעל אינפורמציה נכונה הוא משקיע שהצביע בכיוון תגובת השוק לאחר ההצבעה. למשל, אם משקיע הצביע בעד ההחלטה וההחלטה עברה והשוק מגיב בצורה חיובית (מחיר המניה עולה), האינדיקציה היא שהמשקיע הצביע נכון. אך אם תגובת השוק שלילית — המצביע טעה בהצבעתו. באופן דומה, אם המשקיע הצביע נגד ההחלטה, ההחלטה עברה והשוק הגיב בצורה שלילית, אזי שוב המשקיע הצביע נכון; ואם השוק הגיב בצורה חיובית הוא הצביע לא נכון. הם מסתכלים על החלטות רבות במגוון חברות, ומסווגים קרנות נאמנות לכאלו שיוזעות להצביע נכון (כלומר בעלות ידע) ולאילו שלא, ובהתאם בונים מדד לאיכות ההצבעה של הקרנות. הם מוצאים עקביות, כלומר ישנן קרנות שיוזעות להצביע נכון וכאלו שלא, וגם מוצאים שנכוחות קרנות שיוזעות להצביע נכון מנבאות תשובות טובות יותר של המניה וביצועים תפעוליים טובים יותר בטווח הארוך.

Proxy Advisors — עם התפתחות האקטיביזם של בעלי מניות, החלו להתפתח גם חברות ייעוץ הנקראות Proxy

(monitors). זאת ועוד, קרנות חברתיות וקרנות של משקיעים לטווח ארוך נוטות להצביע יותר בעד הצעות של בעלי מניות. במחקר אחר, Matvos, and Ostrovsky (2010) מוצאים שישנן קרנות שנוטות בצורה עקבית להצביע כל הזמן בעד הצעות הנהלה, וקרנות אחרות כל הזמן נגד. כמו כן ישנה תופעת עדר: הקרנות מתיישרות לפי מה שקרנות אחרות עושות. לעומת זאת, Iliev and Lowry (2014) מוצאים שכרבע מהקרנות לא מפעילות כלל שיקול דעת ומצביעות אוטומטית לפי עצת היועצים (proxy advisors). קרנות גדולות דווקא כן עושות מחקר בעצמן, לא מסתמכות על יועצי המשקיעים, ומשיגות כתוצאה מכך תשואות גבוהות יותר מהקרנות שמצביעות בצורה עיוורת לפי עצת יועצי ההשקעות. בהתאם, החברות המושקעות על ידי הקרנות האקטיביות הללו מראות שווי גבוה יותר מהחברות שבהן משקיעים אקטיביים אלו אינם נוכחים. עדות זאת מטילה ספק ביעילותם ובתרומתם של יועצי ההשקעות.

גישה נוספת להערכת איכות האקטיביזם של משקיעים היא עד כמה הם באמת מצביעים בהתאם למדיניות שעליה הצהירו. הרשות לניירות ערך בארה"ב דורשת מחברות השקעה להצהיר ולפרט את מדיניות ההשקעה שלהן בחברות השונות בתיק ההשקעה שלהן. שאלה מעניינת היא האם האקטיביזם של חברות אלה באמת תואם את מדיניות ההשקעה שלהן. Covert (2021) בודק את השאלה הזאת. הוא בוחן את אופן ההצבעה של קרנות נאמנות בארה"ב בין השנים 2006–2018, ומוצא שבדרך כלל אופן ההצבעה תואם את מדיניות ההשקעה, ושחברות רבות מתיישרות עם מדיניות חברות ההשקעה שמשקיעות בהן. למרות זאת זה לא קורה בצורה גורפת. למשל, חברות השקעה שמדגישות את שמירת הסביבה בהצהרה על מדיניותן, מצביעות בהתאם. אולם לא נמצאה במחקר עדות לכך שהחברות המושקעות מאמצות החלטות לשמירה על הסביבה בעקבות זאת.

כפי שהוזכר לעיל, כאשר משקיעים אינם מרוצים מדרך התנהלות החברה הם יכולים להיות אקטיביים מול ההנהלה, אך יכולים גם פשוט למכור או לא להשקיע מראש בחברה (Edmans, 2014). לכן משקיעים אקטיביים, כמו פסיביים, עשויים מראש לבחור להשקיע בחברות המתנהגות בהתאם להעדפות המדיניות שלהם. McCahery, Sautner, and Starks (2016) מוצאים כי אכן כך הדבר. מוסדיים רבים נוטים למכור יותר מאשר להתערב באקטיביזם. המשקיעים שנוטים יותר לאקטיביזם מאשר למכירה הם משקיעים מוסדיים

לטווח ארוך וכאלו שניזלות פחות חשובה להם. מהשאלונים שהחוקרים העבירו לגופים מוסדיים אלו עולה כי הם גם נוטים להשתמש לא פעם באיום המכירה על מנת להשפיע על פעולות ההנהלה, וכי הם מאמינים ששימוש באיום זה הוא כלי נוסף משלים ולא תחליפי לאקטיביזם. עוד נמצא כי איום המכירה אפקטיבי יותר ככל שההחזקה של המשקיע גדולה יותר. החוקרים גם מראים כי מוסדיים אלו משתמשים ביועצי השקעות לא במקום אקטיביזם אלא בנוסף על האקטיביזם.

מחקרים אחרים מראים שמשקיעים אקטיביים נוטים להתיישר עם ההנהלה בהצבעות כאשר יש להם קשרים עסקיים אחרים עם חברות אלו. ראו למשל Davis and Kim (2007) ו-Ashraf, Jayaraman, and Ryan, (2012). חברות ציבוריות נותנות לקרנות נאמנות לנהל את כספי הפנסיה של עובדיהן או משקיעות את כספי עובדיהן ישירות בקרנות נאמנות. קרנות נאמנות אלה הן פעמים רבות בעלי מניות של החברה, ומאחר שהן משקיעות את כספי הפנסיה בחברות ציבוריות זהו סוג של קשר צולב. קרן הנאמנות מקבלת עמלות על ניהול כספי העובדים של החברה אך גם צריכה להצביע בהצבעות החברה. אם תצביע נגד החלטות ההנהלה, ההנהלה עלולה להחליט להעביר את כספי הפנסיה לחברת ניהול פנסיוני אחרת. גם אם הקרן תימנע מהצבעה נגד ההנהלה אך תמכור את המניות בחברה, פעולה זו עשויה לגרום לחברה להעביר את ניהול כספי הפנסיה לקרן אחרת. כלומר יש כאן ניגוד עניינים ברור. במחקרם, David and Kim (2007) מסתכלים על קשרים אלו. ברמה האנדוקדוטית הם מציינים עדויות על כך שחברות כגון Fidelity, שמשקיעות כספי פנסיה של עובדים של חברות אמריקאיות, נוטות להיות אקטיביות בחברות אירופאיות יותר מאשר בחברות אמריקאיות. לעומת זאת, חברות כגון CalPERS, שמשקיעות כספי פנסיה של עובדי הציבור (מורים וכו') ולא של עובדי חברות ולכן אינן תלויות כלל בחברות שהן משקיעות בהן, נוטות להיות הרבה יותר אקטיביות בחברות אמריקאיות. החוקרים בוחנים גם את העמלות שקרנות נאמנות אלו מקבלות מהחברות, ולמרות הפוטנציאל לניגוד עניינים הם לא מוצאים קשר בין העמלות שהן מקבלות מהחברות לאופי ההצבעה שלהם באספות (בעד או נגד ההנהלה). אולם מאחר שפרק הזמן במחקר הוא קצר יחסית (כשנה), ייתכן שתוצאות המחקר אינן מבוססות על מספיק נתונים. בנוסף, כאשר הם מסתכלים על הצעות של בעלי מניות באספות (בניגוד להצעות הנהלה), הם כן מוצאים שככל שהקשרים העסקיים של קרנות הנאמנות עם החברה חזקים יותר, כך הקרנות נוטות פחות להצביע בעד הצעות

דעתם, כלומר ההשקעה שלהם בחברה היא פסיבית אך הם עשויים בהחלט להיות אקטיביים מול הנהלתה. אם כן, אלו הם משקיעים פסיביים למחצה. עם עלייתן של קרנות האינדקס, תתיקבוצה זאת גדלה מאוד בשני העשורים האחרונים וכך גם חשיבותה. משקיעים קטנים למדו עם השנים את חשיבותו של פיזור הסיכון. במקביל, מאחר שממילא הם קטנים מדי מכדי להשפיע על החלטות החברה, אך אינם יכולים להרשות לעצמם לקחת סיכונים גדולים כי הונם קטן, יתרונות פיזור הסיכונים על פני הרבה חברות משמעותיים יותר עבורם. השקעה באינדקס מאפשרת להם פיזור סיכון מצוין עם עלויות קטנות. כאמור, בעלותן של קרנות האינדקסים בחברות ציבוריות גדלה מאוד עם השנים. בתחילת דרכן קרנות אלו היו פסיביות הן בהשקעה והן בניהול. זאת מפני שלקרן שהשקיעה למשל באינדקס S&P500 לא הייתה מספיק החזקה או עניין להיות אקטיבית ב-500 חברות. אולם עם הגידול בהשקעת הציבור בקרנות אלו, חלקן בבעלות גדל מאוד. מוסדיים גדולים המוכרים קרנות אינדקס ובעלי החזקה משמעותית המאפשרת יכולת להשפיע באספות, כוללים למשל את Vanguard, Blackrock ו-State Street. בחברות מסוימות מוסדיים אלו הם המשקיעים הגדולים ביותר בחברה (Bebchuk and Hirst, 2019). משקיעים אלו הם אכן פסיביים למחצה: אין להם יכולת לשלוט על רמת ההשקעה בחברות האינדקס מאחר שהיא מוכתבת על ידי הפרטים המשקיעים באינדקס, אך בהחלט יש להם אפשרות להיות אקטיביים בממשל התאגידי.

נשאלת השאלה אם היכולת הזאת באה לידי מימוש. גם כאן ישנם ממצאים לכאן ולכאן. מחקרים כגון Appel Gormley (2016, 2019) and Keim מוצאים קשר חיובי בין בעלות פסיבית לאיכות הממשל התאגידי, מחקרים אחרים כגון Schmidt and Fahlenbrach (2017) ו-Heath, Macciocchi, Michaely, and Ringgenberg Appel, Gormley and Keim (2019) מוצאים את ההיפך. מחקרים אחרים (2016) מתמקדים בקרנות אינדקס כמשקיעים פסיביים. הם מראים תחילה שחלקן של קרנות פסיביות גדל בשוק ההון מ-2% בשנת 1998 לכ-8% בשנת 2014. חלקן של קרנות פסיביות מכלל הקרנות גדל על פני תקופה זאת מכ-9% לכ-33%. לשיטתם של מחברי המאמר, קרנות אלו הן קרנות פסיביות מאחר שהחזקתן בחברות אינה תלויה ברצונן להשפיע על הניהול, כלומר הן אינן קונות ומוכרות אסטרטגית. הן אינן יכולות להשפיע דרך שינוי החזקה, שכן החזקתן על פי הנתרתן תלויה בקניית ומכירתן של המשקיעים בהן. החוקרים שואלים האם קרנות אלו בכל זאת משפיעות על ניהול החברה.

בעלי מניות נגד הנהלת החברה. במחקר מאוחר יותר אך עדיין על פני תקופה קצרה יחסית (כשנתיים וחצי), Ashraf, Jayaraman, and Ryan (2012) מעלים ממצאים שונים מאלה של Davis and Kim (2007). הם מצאו כי כאשר קיימים קשרים עסקיים בין קרנות הנאמנות לחברות שבהן הן משקיעות, כן יש נטייה לקרנות להצביע יותר בעד הצעות ההנהלה. לסיכום, למרות הפוטנציאל לניגוד עניינים בהצבעת קרנות נאמנות בחברות שבהן הן משקיעות, אין ממצאים חד-משמעיים על קיומו של ניגוד עניינים כזה.

משקיעים פסיביים — במקביל למחקרים על משקיעים אקטיביים, בוצעו גם מחקרים על משקיעים פסיביים. משקיעים פסיביים יכולים להיות פסיביים מתוך בחירה או מפני שאין להם לא יכולת ולא תמריצים לבקר ולשמור על הממשל התאגידי בחברות שבהן הם משקיעים. למשל, טבעי שמשקיע "קטן" לא ירצה לשאת בעלויות האקטיביזם. ואכן, Shleifer and Vishney (1986) מראים כי משקיע צריך להחזיק חלק משמעותי בחברה על מנת שאקטיביזם ישלתם. אולם גם משקיע "גדול" יכול להחליט לרכוב על גבם של משקיעים אחרים או להחליט שהוא סומך על הנהלת החברה, למשל מאחר שאין לו ידע בתחום עיסוקה של החברה. החלטה כזאת תלויה כמובן בסוג הנושא שעולה לאספה. כשמדובר בהחלטה על אסטרטגיה עסקית, סביר שמשקיעים רבים יבחרו להיות פסיביים לעומת החלטה העוסקת בשכר המנהל. בהתאם, לא ברור אם קיומם של משקיעים פסיביים מטיב או מזיק לחברה. נוכחותם של משקיעים פסיביים יכולה גם להיטיב עם החברה מאחר שהם אינם מפריעים למנהלים לעבוד ואינם מזיקים בהצבעה חסרת ידע. מאידך, נוכחותם יכולה לפגוע בחברה מאחר שאינם פועלים למנוע ממנהלים לקבל החלטות הממקסמות את טובתם האישית אך לא את שווי החברה. מאפיין חשוב נוסף של משקיעים פסיביים הוא שהם נוטים להיות משקיעים לטווח הארוך. משקיעים אקטיביים נוטים לבדוק כל הזמן את השקעותיהם ולנקוט לא רק ב-Voice אלא גם ב-Exit הרבה יותר ממשקיעים פסיביים. דווקא משום שמשקיעים פסיביים נוטים להשקיע לטווח הארוך, ניתן לטעון שעניינם בממשל תאגידי טוב גדול יותר ממשקיעים אקטיביים.

משקיעים פסיביים אינם לגמרי פסיביים — בספרות המיומן על אקטיביזם, ההגדרה של משקיעים פסיביים מתייחסת רק לתתיקבוצה של המשקיעים הפסיביים במובן הרחב של המילה לעיל. ספציפית, "משקיעים פסיביים" בספרות הם משקיעים שרמת החזקתם בחברה אינה נטולה לשיקול

על מנת להשפיע על הממשל התאגידי הם צריכים לשאת בעלויות, אולם כל בעלי המניות נהנים מהשפעתם. לפיכך כולם רוצים שמישהו אחר יעשה את העבודה, דבר שפוגע בתמריץ לבצעה. מאידך למשקיעים הפסיביים אין יכולת למכור מניה כאשר הם אינם מרוצים ולכן הם יכולים לשתף פעולה עם האקטיביסטים וכך להוריד לאקטיביסטים את עלויות ההשפעה על ההנהלה (למשל על ידי השאלת כוחם באספות השנתיות לאקטיביסטים).

בניגוד למחקריהם של Appel, Gormley and Keim, מחקרם של Schmidt and Fahlenbrach (2017) תוצאות שונות. תוך הסתמכות על מידע וניתוח דומים (חברות עם ערכי סף בקרנות ה-Russell 1000, 2000), אם כי בתקופה מאוחרת יותר, הם מוצאים כי עליותם של המשקיעים הפסיביים גורמת לפסיביות של המשקיעים ולממשל תאגידי פחות טוב. הם מוצאים שעם הגידול בחלקם של המשקיעים הפסיביים (קרנות אינדקס), גדל כוחם של המנהלים וקטן מספר הדירקטורים הבלתי תלויים (חיצוניים). למעשה השוק מגיב בשלילה (המניה נופלת) כאשר ממונה דירקטור חיצוני מטעם המשקיעים הפסיביים, והחוקרים מפרשים זאת ששוק ההון מאמין שלכניסת דירקטור מטעם המשקיעים הפסיביים לא תהיה השפעה חיובית על הממשל התאגידי. עוד הם מוצאים כי תגובת השוק להכרזות על מיזוגים ורכישות של חברות יורדת לאחר גידול בהחזקות המשקיעים הפסיביים. החוקרים טוענים כי חוסר הידע או חוסר תמריץ לפעול של המשקיעים הפסיביים ושלוחיהם בדירקטוריון הוא שגורם לפגיעה בממשל התאגידי. Heath Macciocchi, Michaely, and Ringgenberg (2019) מסתכלים על שאלה דומה. הם משווים את איכות הממשל התאגידי בהסתכלות על בעלות קרנות אינדקס מול בעלות קרנות אקטיביות. הם מוצאים כי קרנות אינדקס פחות אפקטיביות. הן מצביעות פחות נגד ההנהלה, פחות מנסות להשפיע על פעילות החברה, פחות מנסות לקדם את עצמאות הדירקטוריון, ופחות מנסות להשפיע על תלות שכר המנהלים בביצועי החברה. ייתכן שהמחקרים מניבים תוצאות שונות מאחר שהם מסתכלים על אמדים ומשתנים שונים של ממשל תאגידי, כלומר ייתכן שיש להם השפעה חיובית על גורמים מסוימים, ושליטת על גורמים אחרים. אולם ככלל עולה מהמחקרים שגם למשקיעים פסיביים ישנה השפעה על איכות הממשל התאגידי.

הם מנצלים את העובדה שאין לקרנות הפסיביות שיקול דעת ברמת ההחזקה בחברה, ובוחנים את ההשקעה של הקרנות הפסיביות בשני אינדקסים: מדד ה-Russell 1000 הכולל את 1,000 המניות הגדולות במשק, ומדד Russell 2000 המייצג את 2,000 המניות הגדולות הבאות. מאחר שקרנות אינדקס מחויבות להשקיע במניות באינדקס לפי משקלן באינדקס, הן מחזיקות מעט מאוד במניות הקטנות באינדקס Russell 1000 והרבה מאוד במניות הגדולות ביותר במדד ה-Russell 2000. ואומנם החוקרים מוצאים הבדל של 66% בבעלות קרנות פסיביות במניות הגדולות ביותר במדד ה-Russell 2000 יחסית להחזקתן במניות הקטנות ביותר במדד ה-Russell 1000. מאחר שהחלוקה היא שרירותית על פי גודל בלבד, אפשר לבדוק את השפעתן של קרנות פסיביות על ביצועי החברות. זאת ועוד, החוקרים אינם מוצאים הבדלים משמעותיים בהחזקותיהן של קרנות אקטיביות. הם מוצאים שלחברות הגדולות ב-Russell 2000 יש יותר דירקטורים חיצוניים, פחות הגנות מהשתלטויות עוינות, ויותר שוויון בין זכויות הצבעה של מניות. הם מייחסים זאת ל"אקטיביזם של קרנות פסיביות", כלומר למרות שאינן יכולות לקנות ולמכור כדי להשפיע על הניהול, נוכחותן כנראה בכל זאת משפיעה בגלל השתתפותן באספות. ואכן הם מוצאים יותר תמיכה בהצעות בעלי מניות ופחות תמיכה בהצעות ההנהלה בחברות הגדולות ב-Russell 2000 יחסית לחברות הקטנות ב-Russell 1000.

במאמר המשך, Appel, Gormley and Keim (2019) בוחנים אם עליית חשיבותם של משקיעים פסיביים גורמת למשקיעים אקטיביים להתנהל בצורה שונה. המסקנה שלהם היא שכן. הם מוצאים שככל שהחזקתם של המשקיעים הפסיביים (קרנות אינדקס) גדולה יותר, כך האקטיביסטים נוטים לפעול לקבלת ייצוג גדול יותר בדירקטוריון, לפעול יותר להגדלת החזקתם ולהשתלטויות (Proxy Fights) ואף להצליח בהן, או לחילופין למכור את החזקתם בחברה. למעשה, טוענים החוקרים, זוהי עדות לכך שגידול החזקות המשקיעים הפסיביים מאפשר לאקטיביסטים להסתייע במשקיעים הפסיביים על מנת להשפיע לטובה על הממשל התאגידי של החברות על ידי הורדת עלויות ההשפעה. סיוע זה חשוב מאוד לממשל התאגידי מאחר שהאקטיביסטים תמיד מוצאים את עצמם בדילמת "הנוסעים החופשיים" (Free-riding problem):

סיכום וכיוונים למחקר

כאן מציעים כי אם נבנה תיק של מניות מחברות החשופות לאקטיביזם נוכל להכות את השוק. למרות זאת, בדרך כלל כשאנו נהיים מודעים לאקטיביזם המחיר כבר עלה. לא ידוע לנו על מחקר שיטתי בנושא. שאלה מעניינת נוספת היא האם אקטיביזם טוב לבעלי החוב של החברה או מזיק להם. מחד, העלאת שווי החברה אמורה להפוך את החוב לבטוח יותר. מאידך, ישנן פעולות לטובת בעלי המניות שעלולות לפגוע בבעלי החוב, כגון חלוקת רווחים וארגון מחדש של נכסי החברה.

בשנתיים האחרונות, עם התפתחות הטכנולוגיה והירידה הדרמטית בעלות המסחר, גדל מאוד חלקם של המשקיעים הקטנים בשוק ההון באמצעות פלטפורמות ואפליקציות מסחר חנימיות כגון רבין הוד, Futubull, ו-eToro הישראלית. משקיעים אלו למדו להתאגד דרך הרשתות החברתיות, ועדויות אנקדוטליות מראות שהם לעיתים משפיעים יותר מהמוסדיים. מעניין יהיה לראות אם תופעה זו, שמקטינה את חלקם היחסי של האקטיביסטים המסורתיים, היא תופעה חולפת או שהיא עתידה להישאר, מה תהיה האינטראקציה בינם לבין האקטיביסטים המסורתיים — הגופים המוסדיים — ואם היא תשפיע לחיוב או לשלילה על האקטיביזם והשלכותיו.

במאמר זה סקרנו את התפתחות האקטיביזם של בעלי המניות החיצוניים. האקטיביזם גדל מאוד בעשורים האחרונים ומגמה זו עדיין ממשיכה. האקטיביזם החל בצורה של השתלטויות עוינות בשנות השמונים של המאה הקודמת, אך עם השנים צורתו הנפוצה הפכה פעילות של גופים מוסדיים המתמקדת לא בהשתלטות אלא בבקרה ובהשפעה על פעילות ההנהלה, הן ישירות מול ההנהלה, הן באספות השנתיות, והן באמצעות המדיה. המחקרים מראים כי לרוב אקטיביזם משפיע על ההנהלה לשרת בצורה טובה יותר את בעלי המניות החיצוניים, שומר על האינטרסים שלהם, ומגדיל את שווי החברה. אקטיביזם זה מופעל לא רק בצורה של Voice אלא גם בצורה של Exit, כלומר על ידי מכירה או איום מכירה של מניות. המחקרים מראים כי גם גופים שאין להם שיקול דעת בקנייה ומכירה של מניות, כלומר אינם יכולים להשתמש ב-Exit כגון קרנות אינדקס, עשויים להיות אקטיביים. המחקר מראה כי גם קרנות אינדקס מנסות להשפיע על התנהלות החברה ועל הממשל התאגידי שלה, ופעמים רבות אף מצליחות בכך, אך הדעות חלוקות אם השפעת קרנות אלו על הממשל התאגידי היא חיובית או שלילית.

שאלה מעניינת למחקר היא האם אפשר להרוויח מהשקעה בחברות עם משקיעים אקטיביים. לכאורה, המחקרים שנסקרו

oded@tauex.tau.ac.il

ד"ר יעקב עודד

- Albuquerque, R., Fos, S., and Schroth, E. (2021). Value creation in shareholder activism. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Admati, A., Pfleiderer, P. (2009). The "Wall Street walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2685.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., and Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121 (1), 111-141.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., and Keim, D. B. (2019). Standing on the shoulders of giants: The effect of passive investors on activism. *Review of Financial Studies*, 32 (7), 2720-2774.
- Ashraf, R., Jayaraman, N., and Ryan, H. E. (2012). Do pension-related business ties influence mutual fund proxy voting? Evidence from shareholder proposals on executive compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (3), 567-588.
- Bebchuk, L., and Hirst, S. (2019). The specter of the giant three. *Boston University Law Journal*, Forthcoming.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63, 1729-1775.
- Bolton, P., Li, T., Ravina, E., and Rosenthal H., (2020). Investor ideology. *Journal of Financial Economics*, 137 (2), 320-352.
- Carleton, W.T., Nelson, J.M., and Weisbach, M. S. (1998). The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAACREF *Journal of Finance*, 53, 1135-1014.
- Cliford, C.P. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14, 323-336.
- Cvijanovic, D., Dasgupta, A., and Zachariadis, K. E. (2016). Ties that bind: How business connections affect mutual fund activism. *Journal of Finance*, 71 (6), 2933-2966.
- Couvert, M. (2021). What is the impact of mutual funds' ESG preferences on portfolio firms? Working paper. EFA
- Davis, G. F., and Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85 (2), 552-570.
- Del Guerio, D. and Hawkins, J. (1999). The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340.
- Del Guercio, D., Wallis, L., and Woidtke, T. (2006). Do Boards Pay Attention when Institutional Investors 'Just Vote No?': CEO and Director Turnover Associated with Shareholder Activism. SSRN working paper.
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics* 6, 23-50.
- Ertimur, Y., Ferri, F., and Oesch, D. (2017). Understanding uncontested director elections. *Management Science* 64 (7), 3400-3420.
- Gao, M. and Huang, G. (2021). *Informed Voting*. Working paper.

- Gaspar, J., Massa, M., Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76, 135-165.
- Gillan, S., and Starks, L. (2000). Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 57, 275-305.
- Gillan, S., and Starks, L. (2007). The evolution of shareholder activism *Applied Corporate Finance*, 19, 55-73.
- Gillan, S. L., Kensinger, J.W., and Martin, J.D., (2000). Value Creation and Corporate Diversification: The Case of Sears Roebuck & Co. *Journal of Financial Economics*, 55, 103-137.
- Hartzell, J., and Starks, L. (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
- Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R., and Ringgenberg, M., (2019). Do index funds monitor? *Swiss Finance Institute Research Paper* 19-08.
- Holderness, C.G., Sheehan, D.P. (1985). Raiders or saviors? the evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, 14, 555-579.
- Iliev, P. and Lowry, M. (2014). Are mutual funds active voters? *Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485.
- Karpoff, J., Malatesta, P., and Walkling, R. (1996). Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 42, 365-95.
- Klein, A., Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors. *The Journal of Finance*, 64, 187-229.
- Larcker, D. F., McCall, A. L., and Ormazabal, G. (2015). Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms. *Journal of Law and Economics*, 58 (1), 173-204.
- Malenko, N. and Shen, Y. (2016). The role of proxy advisory firms: Evidence from a regression-discontinuity design. *Review of Financial Studies*, 29 (12), 3394-3427.
- Matvos, G. and Ostrovsky, M. (2010). Heterogeneity and peer effects in mutual fund proxy voting. *Journal of Financial Economics*, 98 (1), 90-112.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., and Starks, L. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *Journal of Finance*, 71 (6), 2905-2932.
- Morgan, A., Poulsen, A., Wolf, J., and Yang, T. (2011). Mutual funds as monitors: Evidence from mutual fund voting. *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), 914-928.
- Nesbitt, S. (1994). Long Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 75-80.
- Opler T., and Sokobin, J. (2000). Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors. Working paper Ohio State University
- Romano, R. (2001). Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance. *Yale Journal on Regulation*, 18 (2), 174-252.

Schmidt, C., and Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124 (2), 285-306.

Smith, M., (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance*, 51, 227-252.

Shleifer, A., Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.

Strickland, D., Wiles, K., and Zenner, M. (1996). A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective? *Journal of Financial Economics*, 40, 319-338.