

PÉCSI TUDOMÁNYEGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

GAZDÁLKODÁSTANI DOKTORI ISKOLA

BEDŐ ZSOLT

**DILEMMÁK A PIACORIENTÁLT VÁLLALATKORMÁNYZÁS RENDSZERÉNEK
HATÉKONYSÁGÁVAL KAPCSOLATBAN**

Ph.D. ÉRTEKEZÉS

TÉMAVEZETŐ: Dr. BÉLYÁ CZ IVÁN, akadémikus

PÉCS, 2008

Tartalomjegyzék

1	Bevezetés	3
2	Tőkepiac mint a vállalatkormányzás színtere. Valóban hibátlan a rendszer?	9
2.1	Piaci hatékonyság, hatékony piacok hipotézise	9
2.2	Az irracionális döntéshozatal okai	14
2.2.1	Heurisztikus leegyszerűsítések	16
2.2.2	Önmegtévesztés-elmélet	21
2.2.3	Emberi emóciók	22
2.2.4	Preferenciák	22
2.3	Arbitrázs limitációi	25
2.4	Az irracionális viselkedésre épülő árazási modellek	29
2.5	Eseménytanulmány elemzés, a BUX kosár vizsgálata	31
2.5.1	Eseménytanulmány elemzés módszere	32
2.5.2	Abnormális hozam, illetve kumulált abnormális hozam	37
2.5.3	Adatok és empirikus vizsgálat	39
2.6	Piaci torzulás, tulajdonosi érdekek sérülése, vállalatvezetői piacidózítás	45
3	Az intézményi tulajdonosok szerepvállalását befolyásoló tényezők	49
3.1	Külső tényezők	52
3.1.1	Tulajdonosi szerkezet, koncentráció	52
3.1.2	Intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya, s portfólióikban lévő részvények hányada	57
3.1.3	Portfólió kialakítására, s befolyásszerzésre vonatkozó szabályok	65
3.2	Belső tényezők	70
3.2.1	Ügynök probléma	71
3.2.2	Potyautas probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága	75
3.2.3	Portfólió vállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások	78
3.3	CalPERS esettanulmány	80
3.3.1	A CalPERS „hatás”	81
3.3.2	Proxy és nem-proxy beadványok	85
3.3.3	Szavazat visszatartása	87
3.3.4	Adatok és módszertan	88
3.3.5	Eredmények	88

4	<i>A tulajdonosi szerkezet, az ellenőrzés és a vállalati teljesítmény kapcsolata.</i>	92
4.1	<i>Több blokktulajdonos vállalatkormányzásra gyakorolt hatása – alternatív elméletek</i>	99
4.2	<i>Adatok és módszertan</i>	103
4.3	<i>Eredmények</i>	109
5	<i>Végkövetkeztetések</i>	118
6	<i>Függelék</i>	123
7	<i>Irodalomjegyzék</i>	134

Ábrák jegyzéke

1. ábra:	A piacra érkező új információ által keltett reakció hatékony és nem-hatékony piaci környezetben.	12
2. ábra:	Alternatív hasznosság/értékfüggvények.	24
3. ábra:	Az eseményablak elhelyezkedésének tipikus esete (az esemény időpontja t).	34
4. ábra:	A MATÁV részvény árfolyamából képzett abnormális hozamok.	40
5. ábra:	Kumulált abnormális hozamok a MATÁV részvényre.	40
6. ábra:	A piac egészére vonatkozó abnormális hozamok.	41
7. ábra:	A kumulált abnormális hozam alakulása a piac egészére és valamennyi ablakra vonatkozóan.	43
8. ábra:	Kumulált abnormális hozamok különböző csoportokban.	44
9. ábra:	A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények összesített hazai és külföldi tulajdonosok szerinti megoszlása (százalék).	60
10. ábra:	A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények hazai tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (százalék).	61
11. ábra:	Tőzsdén jegyzett részvények tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (kizárólag hazai pénzügyi vállalatok) százalékos értékben.	61
12. ábra:	A nyugdíjpénztár belső és külső érdekeltjei közötti viszony.	72
13. ábra:	Teljes mintán számított kumulált abnormális hozam (CAR) a szavazat visszatartás hírének publikálása körül.	89
14. ábra:	A blokktulajdonosok számának, az ellenőrzésnek és az egyéni haszonnak a kapcsolata.	99

Táblázatok jegyzéke

1. Táblázat:	Heurisztikus leegyszerűsítések.	16
2. Táblázat:	A világ leggazdagabb országainak tőzsdéin jegyzett nyilvános vállalatok tulajdonosi végső (közvetlen és közvetett) szerkezete (maximum 20%-os tulajdoni hányad eloszlása).	54
3. Táblázat:	A legnagyobb végső (közvetlen és közvetett) tulajdoni hányad mediánja kilenc fejlett piaccgazdasággal rendelkező ország nyilvános (nem pénzügyi) vállalatainál (százalék).	56

4. Táblázat: Az Egyesült Államokban működő intézményi befektetők nyilvános vállalatok részvényeiben elfoglalt pozíciója. _____	59
5. Táblázat: A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények külföldi (nem rezidensek) kategórián belüli tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (százalék) 2005. 1. negyedévében. _____	62
6. Táblázat: Az Egyesült Államokban és Közép- és Kelet-Európában jegyzett tőzsdei vállalatok blokktulajdonosi megoszlása 2005 harmadik negyedévében. _____	63
7. Táblázat: Részvények aránya az intézményi befektetők vagyonában 2007 második negyedévében. _____	64
8. Táblázat: Befektetési alapok és európai befektetési alapok portfólió összetételére vonatkozó korlátok százalékban. _____	67
9. Táblázat: Teljes mintán, a piaci modell felhasználásával kalkulált abnormális hozamok összege, valamint a periódusokhoz tartozó hipotézis vizsgálatok. _____	91
10. Táblázat: A mintában szereplő vállalatok tulajdonosi koncentrációja 2005 harmadik negyedévében (%). _____	105
11. Táblázat: Az első három legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányadának leíró statisztikája tulajdonosi típus szerinti bontásban. _____	105
12. Táblázat: A tulajdonosi típusok tulajdonosi kategóriák közötti abszolút és százalékos eloszlása. _____	106
13. Táblázat: ROE mutatónak, működési hatékonyságnak, Log(MH), foglalkoztatottak számának leíró statisztikája. _____	107
14. Táblázat: A növekvő tulajdonosi koncentráció vállalati teljesítményre gyakorolt hatása. _____	111
15. Táblázat: Az első három blokktulajdonos egymástól függetlenül becsült hatása a függő változókra. _____	112
16. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása, a legnagyobb blokktulajdonos dominanciája vagy dominancia hiánya esetén. _____	114
17. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása a függő változókra, a legnagyobb blokktulajdonos dominanciája vagy dominancia hiányának függvényében. _____	115
18. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása a függő változókra, C_1 dominanciájának és típusának, valamint a koalíció homogenitásának függvényében. _____	116

1 Bevezetés

A dolgozat a nyolcvanas évektől jellemző vállalatkormányzási modellel, azaz a piacorientált vállalatkormányzási rendszerrel kapcsolatos dilemmákkal foglalkozik. A vállalatirányítási¹ elmélet eme változatának feltételezése szerint a tulajdonosok és vállalatvezetők között feszülő érdekkülönbséget a **részvényesek aktív szerepvállalása**, s a **tőkepiacok információközvetítő funkciója** maradéktalanul megoldja. **Álláspontom szerint**, melyet empirikus vizsgálatokkal részben vagy egészben alá is támasztok, **ezen elmélet a tőkepiacokon megfigyelhető szisztematikus torzulások, s a tulajdonosok szakmai, anyagi és érdekeltségbeli hiányosságai miatt számos alkalommal sérül**. Eme hipotézis vizsgálata három gondolat, ha úgy tetszik al-hipotézis mentén zajlik:

1. Egyrészt a tőkepiacok információáramlást ellátó funkciója – a tőkeelosztó mellett – képes-e minden esetben megszüntetni az információs aszimmetria problémáját? Azaz megtörténhet-e az, hogy a részvényárfolyamok permanens torzulása miatt a vállalatvezetés tevékenysége nem ítéhető meg helyesen?

1. Hipotézis: A vállalatvezető ellenőrzésének feltétele a hatékony tőkepiac. Ennek sérülésekor sem a vállalatvezető teljesítménye sem pedig a vállalat értéke nem ítéhető meg helyesen, így az ellenőrzés sérül.

2. Másrészt, az elégtelen tulajdonosi szerepvállalást ellensúlyozza-e a megnövekedett tőkepiaci súllyal rendelkező pénzügyi intézményi befektetők² tulajdonosi aktivizmusa? Azaz elvárható-e eme tőkeerős befektetői csoporttól az aktív tulajdonosi szerep felvállalása?

2. Hipotézis: Az intézményi befektetők külső és belső tényezők hatásánál fogva nem képesek maradéktalanul ellátni az aktív tulajdonosi szereppel járó kötelezettségeket, így fellépésük hatékonysága esetleges.

3. És végül azt vizsgálom, hogy az elszemélytelenedett, de likvid tőkepiacokon a jegyzett vállalatok tulajdonosi szerkezetében létrejövő esetleges koncentráció és koalíció növeli-e a vállalatvezetői kontrollt, azaz a vállalat teljesítményét?

¹ A hazai szakirodalomban az angolszász terminológiában használatos „corporate governance” kifejezést „vállalatirányításként”, „vállalatkormányzásként” szokták fordítani, melyeket a dolgozat során váltakozva használok, megegyező jelentés feltételezése mellett.

² A dolgozatban eme csoportot rövidítve, intézményi befektetőknek nevezem.

3. Hipotézis: A tulajdonosok által folytatott ellenőrzés határfokát a részvényesek kölcsönhatása, kiléte csökkentheti.

A dolgozat első részében azzal a kérdéssel foglalkozom, mely a **piacok információközvetítő szerepét** állítja a vizsgálat középpontjába, s felteszem a kérdést, hogy mit jelent az árak, mint információhordozók, torzulása a vállalatkormányzás szempontjából. Ha ugyanis feltételezzük, hogy a tőkepiacon kialakuló árak tartalmaznak minden, a vállalatok fundamentális értékével kapcsolatos információt, akkor a jelenlegi és jövőbeli tulajdonosok képesek pontosan megítélni a vállalat, s ezáltal a vállalatvezető által nyújtott teljesítményt. Ha elfogadjuk eme feltételezést, akkor a tulajdonosoknak – az éves közgyűlésen, éves, negyedéves jelentés elemzésén kívül – sikerülhet az információs aszimmetriából származó hátrányukat némiképpen csökkenteni. Más szóval az árakat egy másodpercről-másodpercre frissülő teljesítményt, s értéket tükröző „barométerként” foghatjuk fel. Ekkor a tulajdonos nyugodtan hozhat befektetési döntéseket, adhatja-veheti a vállalat részvényét attól függően, hogy elégedett a vállalat teljesítményével, azaz megfelel-e számára a vállalat piaci ára, hiszen, ha a részvény árfolyama csökken, akkor tudható, hogy a vállalat teljesítménye vagy jövőbeni kilátásai romlottak vagy éppen fordítva.

Ezzel szemben, ha bizonyítható, hogy az alaptétel, azaz a piaci hatékonyság sérül, akkor az árak alapján történő döntéshozatal, vállalatvezetői teljesítmény vizsgálata nem lehet hatékony. Tegyük fel, hogy a vállalat részvényeinek árfolyama emelkedésnek indul, melyet a piac túlzott optimizmusa táplál, s a vállalatvezetés ezt meglovagolva a trendet erősítő, a vállalat jövője szempontjából pozitív, „megérzéseit” teszi közzé. A tulajdonosok – más releváns információ nem lévén – úsznak az árral és élvezik az árfolyam növekedés adta előnyöket, azaz az emelkedő hozamot. Ahogy elválnak, s tovább távolodik a vállalat piaci értéke a valóstól, sérül a tulajdonosi érdek, hiszen ekkor a tulajdonosok kitétté válnak egy esetleges árfolyameséssel szemben, mely a fundamentális érték alá „küldheti” az árfolyamot. Ebből véleményem szerint az következik, hogy a tulajdonosnak, legyen az hosszú vagy rövid távú befektetési horizonttal rendelkező, az elsődleges érdeke a fundamentális érték változásán alapuló hozamrealizálás. Ha ugyanis ez nem teljesül, akkor a befektetőnek képesnek kell lennie arra, hogy megítélje, hogy a félreárazási ciklus, mely szakaszában van. Ez ugyanakkor, ex ante, közel lehetetlen feladat.

Elsőként bemutatom a hatékony piacok hipotézisének kialakulását, mely a huszadik században minden pénzügyi modell alapját képezte, s részben képezi ma is. Mivel az elemélet a döntési racionalitást adottnak tételezi fel, ezért elsőként olyan döntési mechanizmust torzító folyamatokat mutatok be, melyeket Kahneman és Tversky (1974) definiált, s a mainstream irodalommal szembenálló magatartási pénzügy³ által gyakran használt hivatkozási alap. Ezt követően bemutatom azon empirikus eredményeket, melyek a torz árfolyamokról, azok hatásairól értekeznek, s lajstromba veszem azokat az elméleti modelleket, melyek eme gyakorlati példákat szisztematikus kontextusban próbálják magyarázni. Ehhez kapcsolódóan bemutatom a Budapesti Értéktőzsde hatékonyságvizsgálatát, valamint eredményeit, melyek ugyancsak alátámasztják az információ árakba történő azonnali beépülésének hiányát. Építve a magatartási pénzügy követői által publikált eredményekre, valamint a BÉT hatékonyságvizsgálatának esetében levont konzekvenciákra elemzem a vállalati pénzügyre gyakorolt hatást, s végül a vállalatkormányzás szempontjából releváns kérdéseket vetek fel.

Fontosnak tartom ugyanakkor leszögezni, hogy nem kívánom megkérdőjelezni sem a piaci hatékonyság sem pedig a torzulás meglétét, mely esetenként jellemző a két tábor képviselőire, hanem azt állítom, hogy térben és időben a két állapot egymást felváltva jelentkezik, mely a tőkepiacok kontroll szerepének átmeneti hatékonyság vesztesét eredményezi.

A dolgozat második része a piacorientált vállalatkormányzási rendszer másik alappillérét vizsgálja, azaz az **aktív tulajdonosi szerepvállalást**, s annak hatékonyságát. A folyamatot az **intézményi befektetők által folytatott tulajdonosi aktivizmus** keretében mutatom be és elemzem, hiszen az elmúlt évtizedben eme csoport szerepvállalása alapozta meg a jelenséget⁴. Az intézményi befektetők tulajdonosi aktivitását befolyásoló tényezőket a következő csoportosításban tárgyalom: külső tényezők: (1) portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezete, (2) intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya, s portfóliójukban lévő részvények hányada, (3) az általuk megvásárolható tulajdoni hányad nagysága, melyet törvényi előírások szabályoznak. Belső tényezők: (1) ügynök probléma és a befektetési feladatot végző érdekei, (2) potyautas probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága (3) a portfólió vállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások.

³ Az angolszász terminológiában ez a Behavioral finance-nek felel meg.

⁴ Magyarországi viszonylatban intézményi befektető által folytatott tulajdonosi aktivizmus a Mol – OMV fúzió (ellenséges felvásárlás) kapcsán érhető nyomon. A Londonban bejegyzett Centaurus Capital Ltd., melynek jelentős részesedése van a magyar olajvállalatban – nyílt levélben szólította fel a Mol vezetését a tárgyalások megkezdésére, s az összeolvadásra való törekvésre.

Külső tényezőknek tekintem azon faktorokat, melyek az intézményi tulajdonosok döntéseitől függetlenül teremtik meg vagy korlátozzák a tulajdonosi aktivizmus lehetőségeit. Elsőként a tőkepiacokon jegyzett vállalatokra jellemző tulajdonosi szerkezetet vizsgálom, s megállapítom, hogy a tulajdonosi aktivizmusnak csak a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező portfólió vállalatok esetében van létjogosultsága. Meglátásom szerint a magas koncentrációjú tulajdonosi szerkezetben, a törvényi szabályozásból kifolyólag, alacsony tulajdonosi részesedéssel rendelkező intézményi finanszírozók lehetőségei limitáltak.

Elemzem továbbá a tőkepiacokon, az elmúlt évtizedekben, kialakult intézményi finanszírozók jelenlétét. Ez alapján kijelenthetnénk, hogy ennek a csoportnak komoly szerepe lehet a jegyzett vállalatok felügyeletében, hiszen súlyuk világszerte átlépte az ötven százalékos küszöböt. A kérdéses szereplői csoport portfólió összetétele, s a portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezetében betöltött szerepe alapján azonban megállapítom, hogy hiányzik az aktivizmushoz elengedhetetlen, megfelelően nagy tulajdoni hányad.

Végül pedig az aktivizmust megalapozó, megfelelően nagy, tulajdoni hányad hiányát a törvényi szabályozás által előírt korlátokra vezetem vissza. Ezek a korlátok a portfólió vállalatokban szerzhető befolyást, valamint az intézményi finanszírozók részvénybefektetéseit maximálják. Elismerve a túlzott befolyásszerzésből adódó esetleges konfliktusokat, valamint a nem kellő mértékű diverzifikáció során jelentkező addicionális kockázatot, megállapítom, hogy a csoportba tartozó szereplők törvények adta lehetőségei nem megfelelőek a tulajdonosi aktivizmus gyakorlásához.

A külső tényezők elemzését követően olyan belső viszonyokat tárgyalok, melyek a szervezetek felépítéséből, javadalmazási rendszeréből, kultúrájából, s a szervezetek egymáshoz való viszonyából adódóan fejtenek ki hatást. A fejezet központi kérdése: mi az oka annak, hogy az intézményi befektető a tulajdonában lévő rosszul működő vállalattal kapcsolatban a „fellépés” helyett a „kilépést” stratégiáját választja (Hirshman, 1970)? Ez más szóval azt jelenti, hogy miért nem avatkozik be az intézményi befektető, megfelelően nagy tulajdoni hányadot s ezáltal befolyást feltételezve, a nem megfelelően működő portfólió vállalat tevékenységébe ahelyett, hogy inkább megválna a részvénytől? Az aktív fellépéstől való tartózkodásnak véleményem szerint három belső oka van.

Elsőként az „ügynök figyeli az ügynököt” problémát (Black, 1992; Woidtke, 2002) kell megemlíteni. Az intézményi befektetők szervezeti felépítése, s beszélhetünk akár nyugdíjpénztárról akár alapkezelőről, előrevetíti a problémát, hiszen a portfólió allokációért

felelős személy a vállalatvezetőhöz hasonlóan, alkalmazottként más vagyont, tulajdonát menedzseli,allokálja. A tulajdonosétól vagy éppen pénztártagétól eltérő célfüggvény, minden esetben az érdekek konfliktusához vezet. Ki kell ugyanakkor hangsúlyoznom, hogy a fejezet során, amikor érdekkonfliktusról beszélek, nem azt akarom sugallni, hogy az ügynök minden esetben tudatosan megkárosítja a tőketulajdonost, hanem azt, hogy az ügynök a felsorolt tényezők hatására nem mindig érdekelt a tulajdonos, pénztártag érdekképviselésében.

Az „ügynöki” magatartás, akkor is megjelenik, amikor a portfólió menedzser nem hajlandó felvállalni a fellépés költségeit, hiszen azok rövidtávon csökkentik a portfólió hozamát, s ezáltal a menedzser teljesítményhez kötött javadalmazását. Abban ugyanakkor, hogy ez a magatartásforma jelen van, a pénztártagok vagy befektetési jegy tulajdonosok éppen annyira hibásak, mint a menedzser, hiszen az általuk követett rövid távú szemlélet kényszeríti a menedzsereket bele ebbe a szerepkörbe.

A fellépésből származó költségek versenyhátrányt jelentenek az aktív intézmény számára, hiszen a piacon aktívan kereskedő versenytárs a tulajdonosi aktivitás költségeit nem viselve, de annak minden gyümölcsét learatva magasabb hozamot produkálhat, s így elcsábíthatja a magasabb hozamra áhító befektetési jegy tulajdonosokat és pénztártagokat. Ezt a problémát a potyautas problémának nevezzük.

Végül az érdekelt felek közötti összefonódások akadályt képezhetnek a tulajdonosi aktivitás előtt. Elképzelhető, hogy az alapkezelő vállalat egy bank tulajdonában van. Az alapkezelő részvényportfóliójában olyan vállalat is megtalálható, mely szoros üzleti viszonyt ápol a bankkal, s ezáltal a bank abban érdekelt, hogy a megszokott üzletmenet, teljesítmény megmaradjon, annak érdekében, hogy a folyósított hitel törlesztése zavartalan maradjon. Az alapkezelő ugyanakkor a vállalat működésében felfedez egy hibát, mely kiküszöbölése átmeneti zavart okozhat, de hosszútávon emelheti a vállalat értékét. Míg a fellépés, az alapkezelő számára értéknövekedéssel, addig a bank hitelének átcsoportosításával vagy esetleg annak leírásával járhat.

A tulajdonosok érdekérvényesítése, s ellenőrző szerepe ugyanakkor nem korlátozható az intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalásának vizsgálatára, s figyelmet kell fordítani a **tulajdonosi szerkezet** teljesítménybefolyásoló hatására is. A tulajdonosi szerkezet azért fontos, mert míg az intézményi befektetők tevékenységének vizsgálata során csak két szembenálló szereplőre korlátoztuk az elemzést, addig a szerkezet elemzésbe történő bevonásával több érdekcsoport interakciója is vizsgálhatóvá válik. Azzal, hogy a szereplők

száma megnő az érdekkonfliktus jellege megváltozik, melyet a tulajdonosi szerkezet, azaz a tulajdonosok száma, tulajdoni hányaduk nagysága, s kiléte determinál. Az érdekkonfliktus jellegét, s annak vállalatértékre gyakorolt hatását, két egymástól teljes mértékben eltérő környezetben vizsgálom, mely eltérés alatt a csoportokba tartozó vállalatok tulajdonosi szerkezetét értem. Az S&P500 tőzsdeindexbe tartozó amerikai és a közép- és kelet-európai tőzsdéken jegyzett vállalatokon végzett keresztmetszeti elemzésem célja annak megállapítása, hogy a tulajdonosok száma, a legnagyobb tulajdonos abszolút mérete, s a kisebbségi tulajdonosok koalíciója gyakorol-e hatást a vállalatvezetés ellenőrzésére, s ezáltal a vállalat teljesítményére.

Az empirikus elemzés „helyszínei” azért lényegesek, mert az érdekkonfliktus, melyet a piacorientált vállalatkezelési rendszernek a feltételezés szerint kezelnie kell, jelentősen eltér annak függvényében, hogy földrajzilag, mely területet vizsgáljuk. Az angolszász országokban ugyanis a jegyzett vállalatok nagyszámú, alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező részvényesek kezében vannak, s előjogokat biztosító tulajdoni hányad (5 százalék) csak néhány vállalat esetében figyelhető meg. Ez más szóval azt jelenti, hogy az érdekkonfliktus a gyakorlatilag ellenőrzést ellátni képtelen kisebbségi befektetők, s a vállalatot különösebb kontroll nélkül igazgató vállalatvezetők között húzódik. Ezzel szemben Japánban, s a kontinentális európai vállalatok viszonylatában a kevesebb, de annál nagyobb tulajdoni hányaddal rendelkező részvényesek a jellemzőek, mely a hangsúlyt áthelyezi a vállalatvezetők – kisebbségi tulajdonosok szembenállásáról a nagytulajdonosok – kisebbségi tulajdonosok konfliktusára.

A környezet továbbá determinálja a tulajdonosi koalíció hatékonyságát, hiszen egy szórt szerkezetben, ahol megegyező méretű tulajdonosok találhatóak az együttműködés hozama felülmúlja a magas koncentrációjú környezetben elérhető, ahol a domináns tulajdonos további részvényesek közreműködésére nem tart igényt. A legnagyobb tulajdonos méretén túl, mely befolyásolja a vezetői ellenőrzést végző együttműködés hatékonyságát, magyarázó változóként szerepel az elemzésben a tulajdonosok kiléte, azaz különbséget tesztek belső és külső tulajdonosok között.

A dolgozat tehát kritikus szemmel vizsgálja a tőkepiacok, s a tulajdonosok ellenőrző szerepét, melyek a piacorientált vállalatkezelés definíciója szerint a legmegfelelőbb eszközei a vállalatokban fennálló érdekkonfliktusok megoldására. Megállapításom szerint a tőkepiacokon tapasztalható időleges árfolyamtorzulások tulajdonosi érdeksérelemhez vezethetnek, mely torzulásokért a befektetői döntéshozatal során felmerülő szisztematikus

hibák tehetők felelőssé. Belső és külső tényezőkre vezetem vissza az intézményi befektetőket tulajdonosi aktivizmusukban hátráltató korlátokat, valamint bemutatom a tulajdonosi ellenőrzést hátráltató, vállalatok tulajdonosi szerkezetére visszavezethető problémákat.

2 Tőkepiac mint a vállalatkormányzás színtere. Valóban hibátlan a rendszer?

*The investor's chief problem – and even his worst enemy –
is likely to be himself.*

Benjamin Graham

Jelen fejezet a tőkepiac vállalatkormányzásban betöltött szerepével kapcsolatos dilemmát vizsgálja, azaz azt, hogy a **hatékony ellenőrzés feltétele – tőkepiaci hatékonyság – teljesül-e**. Mivel a tőkepiaci hatékonysággal foglalkozó nemzetközi irodalom meglehetősen széles a fejezetben kísérletet teszek a hatékonyságot elfogadó, s elvető álláspontok bemutatására. **Empirikus** elemzés alá vonom a hazai értéktőzsdét, annak igazolására, hogy a hatékonyság – konkrétan annak **félig-erős formája** – egy fejlődő piacon nem minden esetben teljesül, mely a vállalatvezetők számára lehetőséget biztosít az úgynevezett **„piacidózítás”** eredményes alkalmazásához. Az empirikus elemzést követően, s arra építve példákkal illusztrálom a **vállalatvezetői piacidózítás gyakorlatát**, melyek fejlett tőkepiacokon bekövetkezett átmeneti hatékonyságromlásakor merültek fel.

2.1 Piaci hatékonyság, hatékony piacok hipotézise

Ha elfogadjuk azt a feltételezést, hogy a piacok tökéletesen hatékonyak, azaz minden információ – legyen az köztudomású, szűk körben elérhető vagy a múltban realizálódott részvényárfolyamokból kikövetkeztethető – azonnal jelentkezik az árfolyamokban, akkor nem létezhet olyan befektető, aki a piaci „normál” hozam feletti „extra” hozamot realizál. Más szóval egyik befektető sem „verheti meg” a piacot. Abban az esetben, ha valaki magasabb hozamot képes elérni, az csak azért lehetséges, mert nagyobb kockázatot vállalt, s ha a kockázati kiigazítást elvégezzük, akkor a két hozamszint egymással egyenlő lesz.

Eme gondolatmenet elsőként 1900-ban jelent meg összefüggő, írott formában, amikor Bachelier, (1900) a Sorbonne Egyetemen folytatott doktori tanulmányainak keretében

értekezett az árfolyamok múltat és jelent tükröző, egymástól teljes mértékben független tulajdonságáról. Bachelier az árutőzsdén figyelte meg az árak alakulását, s megállapította, hogy azok véletlenszerűen változnak, azaz véletlen bolyongást követnek. Az árfolyamok változásának előre nem jelezhető tulajdonsága a kilencszázas évek elején nem aratott nagy sikert, így Bachelier elmélete egészen a század derekáig a feledésbe merült, amikor Paul Samuelson (1965) alkalmazni kezdte. A részvényárfolyamok idősorainak archiválásával egyre több kutató számára nyílt lehetőség a piacok hatékonyságvizsgálatára, melyet Cowles (1933) több ezer részvényre elvégzett, s elsőként publikált az *Econometrica* legelső számában. Cowles dolgozatát több további hasonló elemzés követte, melyek elsősorban az árutőzsdén kialakuló árakat, árfolyamváltozásokat vették górcső alá (Working, 1934, Cowles és Jones, 1937), s megállapították, hogy a piacot nem lehet „legyőzni”, azaz a véletlen bolyongás teljesül. Mindamellet, hogy az árfolyamváltozások egymástól való függetlenségét a negyvenes évekre megfogalmazták, s bizonyos szintű – a szint alatt információ minőségét, forrását értem – információk árfolyamba történő beépülését definiálták, nem állt össze egy koherens elmélet, mely a piaci hatékonyságot általában definiálta volna.

A piacok viselkedését leíró elmélet hiányát Fama (1965) doktori disszertációjában megalkotott új elmélet szüntette meg, mely a témában megjelent cikkeket „összefűzve” kijelentette, hogy a piacokon kialakuló hozamok egymástól függetlenek, mely viselkedést a *véletlen bolyongás elméletének* keretei között lehet csak magyarázni. Fama kijelentésének elfogadhatósága nagyban múlt azon, hogy addigra már lehetőség nyílt pénzügyi idősorok számítógépen történő elemzésére (Kendall, 1953). A témában érdekelt kutatók eme felismerést követően azonnal megfogalmazták a gyakorlatban megszokott eljárásokkal kapcsolatos aggályaikat, azaz hogyan képesek a tőkepiaci elemzők bármely, megbízható, előrejelzés elkészítésére, ha a jövőben realizálódó árfolyamváltozások egy „részeg ember” viselkedéséhez hasonlítanak. Voltak, akik más diszciplínától várták a jelenségre a választ (Osborne, 1959), de a fizikusok az árfolyamváltozások mozgását „mindösszesen” a molekulák viselkedéséhez tudták hasonlítani, mely nem oldotta meg az előrejelezhetetlenség problémáját. Autókorrelációt kizárólag transzformált árfolyamváltozás – hozam – adatokon tudtak kimutatni, mely egy adott időintervallumon árfolyamváltozás átlagai között fedezett fel együttmozgást (Working, 1960, Alexander, 1961).

A véletlen bolyongás elméletének, valamint a piacon jelenlevő szereplők viselkedésének, információgyűjtésének kombinációjából született végül meg a *hatékony piacok hipotézise*, mely a különböző minőségű információ csoportok árfolyamokba történő

beépülését definiálta. Az elméletnek lényeges kitétele volt továbbá, hogy már nem csak általában árfolyamváltozás előre-jelezhetetlenségéről beszélt, hanem konkrétan a hozamok modellezését, véletlenszerű mozgását állította az elmélet középpontjába (Fama, 1970). Fama három hatékonysági szintet definiált: (1) a piac akkor nevezhető *gyengén hatékonynak*, ha az árfolyamok minden időpillanatban tükrözik a múltban kialakult árfolyamváltozás idősoraiból kinyerhető információt; (2) a hatékonyság *közepesen erős* formája akkor teljesül, amikor az árfolyamok ugyancsak minden időpillanatban „tartalmazzák” a gyenge hatékonysági formában bevezetett információt, valamint a piacon fellelhető összes „publikus” információt, mely a sajtóorgánumban, vállalat által kiadott közleményekben, rendszeres és eseti jelentésekben megjelenő híreket jelenti; (3) a hatékonyság harmadik szintje az *erős*, mely az első kettő szinten beépülő információcsoporton kívül az úgynevezett *privát* információt is árfolyamokban szereplőnek tételez fel. A *privát* információ alatt Fama a mindössze néhány szereplő által birtokolt értesülést érti.

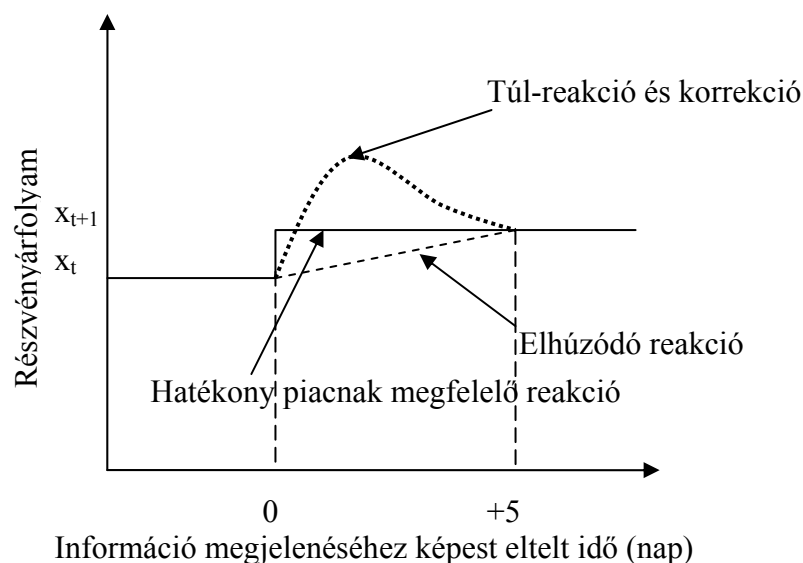
A hipotézis által feltételezett mechanizmusnak – amennyiben az teljesül – implikációi a következők:

1. A részvényárfolyamok *azonnal és megfelelő mértékben reagálnak* a piacra érkező releváns információra.
2. Az elvárt hozam változása *csak és kizárólag* a kockázatmentes kamatláb és a kockázati prémium változásától függ, minden más tényező hatása *előre nem jelezhető* eltérést okoz.
3. A piacon egy adott időpillanatban elérhető információ *senki számára sem* teszi lehetővé az *extra hozamot* (a piaci átlaghozamot meghaladó kockázattal kiigazított hozam) biztosító portfóliódöntés meghozatalát, kereskedési stratégia megalkotását.
4. A befektetők informáltsága közötti különbség nem eredményez szisztematikus teljesítmény eltérést. Az egyes szereplői csoportok között meglévő teljesítménykülönbség csak és kizárólag *véletlenszerűen* jöhet létre.

A részvényárfolyamok azonnali és megfelelő mértékű reakcióját az 1. ábra szemlélteti. A vízszintes tengelyen a releváns információ megjelenéséhez képest eltelt időt láthatjuk, melyen a 0. nap az információ piacra történő megérkezését jelenti. Az ábra három lehetséges forgatókönyvet mutat be. Az első esetében, melyet a folyamatos vonal jelöl, a piaci hatékonyság teljesül, hiszen a megjelenő információ, mely a vállalat fundamentális értékét tekintve lényeges, azonnal és megfelelően elmozdítja az árfolyamot. Az azonnali elmozdulás

egyértelmű, míg a megfelelő mérték onnan látszik, hogy a 0. napot követően nincsen korrekció. A szaggatott vonallal jelölt árfolyam elmozdulás, már nem tekinthető hatékonynak, hiszen az azonnaliság nem teljesül. Ekkor a piaci szereplők késve jutnak a releváns információhoz vagy elemzésük nem eredményez kellő mértékű árfolyam emelkedést. A lassú, folyamatos árfolyam emelkedést az alulértékeltség felismerése okozza, azaz az a tény, hogy a vállalat piaci értéke a belső érték alatt van. A harmadik eset a túlzott optimizmus következménye, mely felülértékelté teszi a vállalati részvényt. A ciklus csúcsán először csak néhány, majd egyre több befektető véli úgy, hogy a részvényárfolyam túlságosan magas, s eladási pozíciókat nyitva leszorítják azt. A ciklus tetőpontját követő szakaszt korrekciós szakasznak nevezzük.

1. ábra: A piacra érkező új információ által keltett reakció hatékony és nem-hatékony piaci környezetben.



Forrás: Haugen R., A. 2001. Modern Investment Theory, Prentice-Hall, Inc., 5. kiadás, p. 581.

A piaci hatékonyság második implikációja a befektetők által elvárt hozam szintjének változására vonatkozóan fogalmaz meg szabályt. Az elvárt hozam szintje kétféleképpen ingadozhat: ciklikusan vagy véletlenszerűen. Ha a piac hatékony, akkor a ciklikus ingadozást kizárólag az alapkamat és a kockázati prémium változása indukálhatja. Az alapkamat ingadozása a jövőben felmerülő osztalék jelenérték számítását befolyásolja, míg a kockázati prémium függ a befektetők kockázati attitűdjétől. Mindkét változó – alapkamat és a kockázati attitűd – függ a gazdasági növekedés, környezet ciklikus változásától. Ez tehát azt jelenti,

hogy a gazdasági ciklusok fellelhetőek a vállalati részvényárfolyamok ingadozásában is. Minden más tényező, legyen az a vállalatok nettó eredménye, osztalék szintje kizárólag véletlenszerű változást okozhat az árfolyamokban, hiszen ezek mozgása előre nem látható, s mindig az adott időpillanatban felmerülő információ függvényében alakul ki a vállalat teljesítményére vonatkozó elvárás. Fontos továbbá kihangsúlyozni, hogy árfolyamváltozást nem az információból származtatott adat abszolút, hanem sokkal inkább annak relatív szintje okoz. Ha a piac 2,5% GDP növekedéssel számol, de használhatnánk vállalati szintű teljesítménymutatót is, akkor a változást nem a 2,5% realizálása (abszolút mérték) fogja okozni, hanem az ettől való eltérés (relatív szint). Ez esetben, pedig a piaci várakozástól való eltérés véletlenszerűen merül fel, mely ismét csak véletlenbolyongást okoz a részvényárfolyamok tekintetében.

A kereskedési stratégiák eredményességének vizsgálata számos kérdést vet fel, melyeket tisztázni kell ahhoz, hogy meghatározhassuk hatékonyságukat. Elsőként definiálnunk kell az extra hozamot, annak számítási módját. Ha azt állítom, hogy a múltban egy bizonyos hírre a piac nem reagált kellőképpen és a hír megjelenését követően bekövetkező árfolyam emelkedés extra hozamot eredményezhet, akkor alapvető kérdés az úgynevezett banchmark hozam meghatározása, azaz mihez mérem a realizált hozamot, mit nevezek „normál hozamnak”. Ha ugyanis kiválasztom a CAPM modellt, mint normál hozamot adó modellt, s ehhez képest magasabb hozamot realizálok, akkor feltehető a kérdés, hogy megfelelő mértékű volt-e a kockázati korrekció, melyet a CAPM modell elvégzett. Ha ugyanis a korrekció mértéke kicsi, akkor a magasabb hozamot nem a fel nem ismert folyamat, hanem a magasabb kockázatból adódó kompenzáció okozta. Ez tehát azt jelenti, hogy a kockázattal kiigazított hozam megegyezik vagy éppen kisebb a normál piaci hozamnál. Kérdés, továbbá az is, hogy a kereskedési stratégia nyomán kialakult hozam akkor is felülmúlja a normál hozamot, ha figyelembe vesszük az aktív kereskedéssel járó költségeket. Egy passzív portfólió kialakításakor megvásároljuk a portfólióelemeket – egyszeri tranzakciós költség –, s tartjuk azokat, míg egy aktív kereskedési stratégia esetén minden egyes tranzakció költséggel jár, mely árfolyamnyereség adóval párosul. Jól látható, hogy a kérdés összetett, mely a hipotézist ellenzők és támogatók között meglévő ellentétet nagymértékben táplálta.

A piaci hatékonyság negyedik implikációja az előző esetben tárgyalthoz hasonló kérdést vet fel, azaz megfelelő banchmark hozamot alkalmaztunk-e a befektetési teljesítmény mérésekor? Más szóval a hivatásos portfólió menedzserek valóban képesek a piaci hozamnál

magasabb megtérülést szavatoló befektetési döntésekre, s ha igen, akkor ezt a teljesítményt képesek folyamatosan fenntartani vagy az csak véletlenszerűen alakult ki.

Az előzőekben felsorolt és bemutatott implikációk, azaz a hatékonyság, akkor és csak akkor teljesülhet, ha a piaci szereplők viselkedése racionális. A racionalitás két feltétele (1) a Bayes szabálynak megfelelően kialakuló várakozás, s a döntési alternatívák figyelembevételével kialakított preferencia rendszer, mely megfelel a elvárt hasznosság elméletnek. A következő részben eme két feltétel bemutatásán túl olyan tényezőkkel, viselkedési formákkal foglalkozom, melyek az egyének ítélőképességét, s döntéseit a racionálistól eltérítik.

2.2 Az irracionális döntéshozatal okai

Ahhoz, hogy a piaci hatékonyságot, kognitív pszichológia által feltárt megfigyelésekre alapozva, elvethessük feltétlenül szükséges megvizsgálni a döntéshozatal során felmerülő, racionális viselkedéstől eltérő, torzulások szisztematikus voltát. Ez azt jelenti, hogy az irracionális viselkedés akkor és csak akkor okozhat egy adott piacon valós értéktől történő eltérést, ha az adott magatartás a piac nagyobbik részére igaz. Ellenkező esetben az irracionális magatartást folytató szereplők nem képesek elmozdítani az árfolyamokat azok valós értékétől, s a kereskedés során teljesül a tétel: a vagyon az együgyű befektetőtől a körültekintőhöz vándorol.

A hatékonysággal kapcsolatban folytatott vita során Fama (1998) fő érve éppen az volt, hogy a befektetői döntéshozatalban feltárt torzulások idioszinkretikusak, azaz esetlegesek, s, ha a piac egészét tekintjük, kioltják egymást, így a piac „átlagosan” hatékonynak tekinthető. Ezzel szemben Camerer (1995), DeBondt és Thaler (1995), Rabin (1998), Shiller (1999) és Hirshleifer (2001) a kognitív pszichológia által feltárt eredményekre hivatkozva azt állítják, hogy a várakozások kialakításában, valamint a preferencia megalkotásában számos oknál fogva az egyének olyan egyszerűsítéseket alkalmaznak, melyek mindennaposak, s minden egyén gondolkodásában fellelhetőek. Ennél fogva ezek a megfigyelések, s eredmények olyan folyamatokat definiálnak, melyek szisztematikusak, s ezáltal képesek piaci torzulást előidézni.

Az egyén döntéshozatal során két nagyon fontos „erőforrás” korlátosságával kénytelen szembenézni: az egyik az idő a másik a tudás. Annak érdekében, hogy eme korlátozó tényezők ellenére döntést tudjon hozni, az egyén, az optimálistól eltérítő, leegyszerűsítési

eljárásokat, úgynevezett „hüvelykujj szabályokat” alkalmaz (Simon, 1956). Ezeket a szabályokat tekinthetjük olyan mentális modelleknek, algoritmusoknak, melyekhez akkor nyúl az egyén, ha a döntés során nagy mennyiségű információt, gyorsan kell feldolgozni annak érdekében, hogy döntési alternatívák szülessenek. Simon ezeket a mentális modelleket *heurisztikáknak* nevezte el. A heurisztikák használata mindennapos, mely egyes helyzetekben nem okoz rossz döntést, amikor azonban nem megfelelő környezetben alkalmazza őket az egyén, a végeredmény torzul.

A mainstream pénzügyi irodalom gyakori felvetése, hogy ezek a torzulást okozó modellek egymástól függetlenül, esetlegesen jelentkeznek, így nem eredményezhetnek piac egészét befolyásoló folyamatokat. Kahneman és Tversky (1974) ezzel szemben mindennapos meglétüket bizonyították, hozzátéve, hogy adott döntési szituációkban a heurisztikák valóban megkönnyítik a döntést, komplex helyzetekben azonban olyan szempontokat negligálnak, melyek negatívan hatnak az alternatívák minőségére. Kahneman és Tversky továbbá hozzátézik, hogy az ember fejlődése során kialakuló egyszerűsítő algoritmusok természetes szelekció folytán alakultak ki, s a modern világban felmerülő döntési helyzetekben – komplex számsorok, piaci helyzetek, Internet által szolgáltatott információtömeg, valószínűség eloszlások – nem alkalmazhatóak minden esetben.

Hirshleifer (2001) a leegyszerűsítő heurisztikákon kívül, melyek a kognitív korlátok nyomán alakulnak ki Trivers (1985, 1991) *önmegettévesztés-elméletét* és az emberi emóciókat is felelőssé teszi a piaci torzulásokért. Trivers szerint az emberek túlértékelik saját képességeiket, – más emberek megértése, befolyásolása – mely túlságosan agresszív kereskedést okoz. Az *emberi emóciók* – düh, boldogság – az önkontroll elvesztéséhez vezetnek, mely általános lehet bizonyos piaci környezetben, s ezáltal egy adott piacon vagy piaci szegmensben torzulást okozhatnak.

Ha elfogadjuk azt a tételt, hogy a heurisztikák, az önmegettévesztés és az emberi emóciók torzítják az árfolyamokat, akkor feltehető a kérdés: kihasználható-e a félreárazás, azaz arbitrázs más racionálisan gondolkodó arbitrázsőrök által? Ahhoz, hogy a racionális befektető a félreárazással szemben kereskedjen, ahhoz először fel kell ismerni, hogy a piacon éppen torzulás van jelen. Ez a feladat azonban komoly kihívást jelent, így lehetséges, hogy a félreárazás, azaz az arbitrázs fennmarad (Ezzel a kérdéssel a következő részben foglalkozom).

A leegyszerűsítő heurisztikák csoportosítására, s következményeik összesítésére számos példa található az irodalomban (lásd fentebb), így ebben a részben az általam

legátláthatóbbnak ítéltet, Hirshleifer – féle (2001) rendszerezést mutatom be (összefoglalásul 1. táblázat).

1. Táblázat: Heurisztikus leegyszerűsítések.

Figyelem, memória, adatfeldolgozás	Keretbefoglalás, mentális számvitel, referenciahatás	Reprezentativness	Várakozás kialakítása
Kiemelkedő és hozzáférhetőségi – hatás	Referencia pont	Alaprátá alulértékelése	Konzervativizmus
Önértékelés – elmélet	Preferencia fordulat	„Hazárdjátékos tévedés”	
Dicsfényhatás	Kontextus hatás		
„Igazság illúziója” és egyszerűség – hatás	Elrendezés hatás		
Sorok versenye	Lehorgonyzás csapdája		
Ellenőrzés illúziója	Megbánás averzió		

Forrás: Hirshleifer, D., „Investor psychology and asset pricing”, Journal of Finance LVI/4, 2001, p. 1533-1597

2.2.1 Heurisztikus leegyszerűsítések

Az egyének nagymennyiségű adattal való szembesülés esetén, annak feldolgozása során, hajlamosak nagyobb jelentőséget tulajdonítani a kiugró értékeknek. Ezt nevezzük „kiemelkedő hatásnak”. Ekkor nem veszik figyelembe az egész adathalmazt, hanem csak a könnyen elemezhetőkre koncentrálnak. Hasonló folyamat játszódik le akkor is, amikor egyes adatelemek emlékeztetik az egyént a múltban hozott döntéseik során felhasznált adatokra (Kahneman, Tversky, 1973). Az emlékekben könnyebben felidézhető megfigyelések hasonlóképpen nagyobb súllyal esnek latba a jelenben történő adatfeldolgozás és döntéshozatal során – hozzáférhetőségi hatás (Kahneman, Tversky, 1973). Az egyének, tehát támaszkodnak a múltban hozott döntéseikre, azok végeredményeire, s megpróbálják azokat felhasználni a jelenben is, mely nem minden esetben célravezető.

Az önértékelés heurisztikát ugyancsak hasonló döntési helyzetekben alkalmazzák az egyének, bízva saját, múltban előforduló, értékelésükben (Bem, 1972). Hirshleifer és Welch

(2000) ide sorolja a szokásokat, melyek adott helyzetekben beidegződött cselekvést indukálnak.

A „dicsfényhatás”, a „kiemelkedő hatáshoz” hasonlóan, az adathalmazból kitűnő elemekre épít, s azok alapján általánosít (Nisbett és Wilson, 1977). Vállalati részvényértékeléskor, ezen heurisztika miatt, az egyének a kiugróan magas adózás utáni eredménykilátások alapján határozzák meg hozamvárakozásaikat, mely a növekedési részvényeknél túlértékeltséget okoz (Lakonishok, Sleifer és Vishny, 1994).⁵ Azzal, hogy az egyén a számára könnyen értelmezhető adatok alapján hoz döntést nagyban megkönnyíti az adatfeldolgozást valamint az emlékezetében rejlő adat visszakeresést.

A memóriából történő adat visszakeresés és feldolgozás leegyszerűsítése a cél akkor is, amikor egy igaz állítást, mely számára könnyebben feldolgozható, az egyén hajlamosabb elfogadni szemben a hamissal. Ezt „igazságillúzióknak” nevezzük (Reger és Schwarz, 1999). Az egyén a már ismert jelenségeket, kombinációkat nagyobb súllyal veszi figyelembe a döntés során, s mivel már ismert számára, így nem ítéli azt kockázatosnak (Bornstein és D’Agustino, 1992). Az ismert dolgok előnyben részesítése, kockázatuk alulbecslése a tőkepiacokon a hazai értékpapírok előnyben részesítését eredményezi (Huberman, 1999).

Az adatsorok közötti összefüggések megállapítása, azaz a kauzális kapcsolat definiálása az Internet által szolgáltatott adatbőségből adódóan egyre komplexebb feladattá vált. Megfigyelések azt bizonyítják, hogy az ember a sztochasztikus idősorok közötti összefüggések, korrelációk elemzésekor nem képesek a valós együttmozgás megállapítására, hanem a sorokat egymástól függetlenül kezeli. Ekkor ismét a túlzottan kiugró vagy már ismert jelenséget tartalmazó adatsorok jelentőséget felülértékeli, s a jelenség okozójaként aposztrofálja (Kruschke és Johansen, 1999). Gyakori továbbá, hogy az értékelés szempontjából irreleváns adatsorok jobban megragadják az egyén figyelmét, s ezek vélt magyarázóerejénél fogva a döntéshozó elhitei magával, hogy könnyedén képes kapcsolatokat találni sztochasztikus idősorok között – ellenőrzés illúziója (Langer, 1975).

Kahnman és Tversky (1981, 1986) megfigyelték, hogy problémák vizsgálatakor a megfigyelt személy „sablonokat” alkalmaz, mellyel leegyszerűsíti az adott problémát, s ezáltal a döntési folyamat felgyorsul. Ezeket a „sablonokat” kereteknek nevezték el, s magát a folyamatot keretbefoglalásnak hívták, mely egyszerű szituációkban meggyorsítja a folyamatot, azonban komplex helyzetek esetén információvesztést okoz („szűk” keret). A

⁵ *Növekedési részvénynek* (growth stock) nevezzük azokat a részvényeket, melyekre igaz, hogy a piaci érték felülmúlja a könyvszerinti értéket. Fordított esetben *érték részvényről* (value stock) beszélünk.

keret kialakítása továbbá nagyban függ a probléma prezentálásától, s lehetséges, hogy a bemutatás során az alany irreleváns információ túlértékeléséből adódóan rossz referenciapontot határoz meg, mely az összehasonlítás, összefüggés keresés során fals eredményt indukál. A döntési probléma bemutatása, leírása okozhat továbbá preferenciafordulatot, kontextus hatást vagy éppen előidézhetheti a lehorgonyzás csapdáját is. A preferenciafordulat jelenségét Lichtenstein és Slovic (1971) bináris lottó felhasználásával mutatták be, mely szerint az alany preferálja a magasabb bekövetkezési valószínűséggel, alacsony nyereménnyel rendelkező alternatívát, míg az alacsony valószínűségű, magas nyereményű lottóhoz magasabb értéket párosít. A kontextus hatásért a már fentebb említett irreleváns információ figyelemelterelő tulajdonsága a felelős. Amennyiben a probléma prezentálásakor irreleváns számadatokat, mint lehetséges kimeneteket említünk meg, az alany választát eme adatok körül fogja meghatározni anélkül, hogy megvizsgálná azok helyességét. Így tehát „lehorgonyoztuk” a lehetségesen adható válaszokat (Kahneman és Tversky, 1974).

A döntések nyomán realizált nyereség vagy veszteség memóriában történő elraktározása egymástól független „mentális számlákon” történik (Thaler, 1985), melyek felülvizsgálata egymástól függetlenül, időszakosan történik. Ennek következtében az egyén egy összefüggő problémásorozat eredményeképpen felmerülő kimeneteket nem aggregáltan, hanem egymástól izoláltan vesz figyelembe. Ennek következtében megtörténhet az, hogy míg a döntéssorozat aggregátuma nyereséges, az utolsó pedig veszteséges, így az egyén veszteségként éli meg az egész folyamatot. Az emlékek mentális számlákon történő „elhelyezése” érvényesül Shefrin és Statman (1985) féle elrendezés hatás esetén is, mely során az egyén nem hajlandó feladni veszteséget okozó részvénybefektetését, míg a nyereségestől könnyedén megválnak. Ahhoz, hogy az egyén a veszteséges befektetéshez ragaszkodjon úgynevezett „veszteségaverzióra” van szükség, mely abból adódik, hogy az egyének vonakodnak a veszteségrealizálástól.

Annak megállapítása, hogy „X” folyamat mennyiben, azaz milyen valószínűséggel okozója „Y” kimenetnek a racionalitás feltételezése szerint a Bayes szabály alkalmazása szükséges. Kahneman és Tversky (1974) kutatásai azt bizonyították, hogy az ok-okozat közötti valószínűség becslésekor a Bayes szabályt az egyének helytelenül alkalmazzák. Ez azt jelenti, hogy a valószínűséget az alapján határozzák meg, hogy „Y” kimenet főbb tulajdonságai meg vannak-e „X” folyamatban. Az ilyen típusú döntési heurisztikát representativeness-nek nevezzük. A representativeness heurisztika egyik legjellemzőbb

formája az alapráta alulbecslése. Eme torzulást Kahneman és Tversky a következő példával illusztrálta:

Linda egy 31 esztendő, egyedülálló, szókimondó, nagyon okos hölgy. Filozófiát tanult az egyetemen. Hallgatóként komoly érdeklődést mutatott olyan kérdések iránt mint a diszkrimináció, szociális igazságosság, valamint részt vett antinukleáris demonstrációkon.

A kísérletben résztvevő alanyoktól megkérdezték, hogy a jellemzés alapján Lindát egy „hétköznapi banki ügyintézőnek” („A” válasz) vagy egy „feminista mozgalomban aktív banki ügyintézőnek” („B” válasz) képzelik el. Az alanyok túlnyomó többsége a „B” választ tartotta helyesnek, hiszen Linda jellemzése egy „feminista banki ügyintézőhöz” áll közelebb. A Bayes szabályt ebben az esetben azért alkalmazták helytelenül, mert az alaprátát – $p(„B”\ választ)$ – túlságosan alacsony súllyal vették figyelembe, míg a $p(jellemzés|„B”\ választ)$ értéket felülbecsülték.

$$p(„B”\ választ|jellemzés) = \frac{p(jellemzés|„B”\ választ)p(„B”\ választ)}{p(jellemzés)}$$

A keretbefoglalás heurisztika tárgyalásakor már láthattuk, hogy komplex problémákat az egyének egy előre elhatározott modell felhasználásával leegyszerűsítik, s így teszik döntésre alkalmassá. A reprezentativitás heurisztika esetében ez a folyamat, akkor jelentkezik, amikor a döntés túlságosan alacsony elemszámú minta alapján születik meg. Ezt a mintaméret figyelmen kívül hagyásának nevezzük vagy Rabin (2002) megfogalmazása szerint az „alacsony számok törvényének”. Ebben az esetben az egyén a kisszámú mintát, s az abból nyerhető konklúziót a folyamat egészére általános érvényűnek tekinti. Gilovich, Vallone és Tversky (1985) a tőkepiacok esetében azt a leegyszerűsítést az értékpapír elemzők teljesítményének megítélése során figyelte meg. A befektetők a tőkepiaci elemzők értékelésekor hajlamosak túlbecsülni azok tudását, akik egymást követő néhány esetben sikerrel jártak a magas hozamot generáló részvények kiválasztásában. Ezt a teljesítményt a jövőben továbbra is elvárják az adott elemzőtől, s ezáltal megtörténhet, hogy egy „guruként” aposztrofált szakértő előrejelzésével képes piaci szegmenseket egy bizonyos irányba elmozdítani. Az alacsony számok törvénye esetén, tehát a kimenetet előidéző folyamat nem ismert, s nem megfelelő elemszámú minta alapján történik annak feltárása, megnevezése.

Ennek a fordítottja teljesül akkor, amikor a folyamatot ismertnek tételezi fel az egyén, s ennek megfelelően alakítja ki várakozását a keletkező kimenetekkel kapcsolatban. Érme

feldobásakor az egyén tudatában van annak, hogy a fej és az írás előfordulási valószínűsége ötven-ötven százalék, tehát a kimenetet előidéző folyamat ismertnek tekinthető fel. Ha az érme első hat feldobása után minden esetben fej az eredmény, akkor az egyén álláspontja szerint a következő kimenetnek, az 50-50 százalékos megoszlásból adódóan, írásnak kell lennie. Ebben az esetben az a tudat, hogy az alany ismeri a kimenetet generáló folyamatot, valamint a kizsákmok törvénye az úgynevezett „hazardjátékos tévedést” eredményezi.

A heurisztikus leegyszerűsítés negyedik csoportjába azon mentális modellek tartoznak, melyeket az egyének a várakozások kialakítása, valamint a meglévők új információ alapján történő „frissítése”, újragondolása során alkalmaznak. A részvényekkel való kereskedés során vagy akár a mindennapi életben hozott döntések alkalmával az egyén arra törekszik, hogy a döntést megelőzően, az elérhető információk alapján, kialakítsa várakozását. Ahogy azt már tárgyaltuk, a várakozások kialakítása egy racionális befektető esetén a Bayes szabály alkalmazásával történik, mely ez esetben, Edwards (1968) megállapítása szerint a konzervativizmusnak köszönhetően nem megfelelően zajlik le. Míg a konzervativizmus meglétében egyetértés tapasztalható, addig az ok tekintetében a vélemények eltérnek. Egyesek a már tárgyalt alaprátá alulértékelés jelenségét felhasználva azt állítják, hogy az új információt, mint alaprátát, az egyének alulértékelik, így a már kialakított várakozás nem a megfelelő mértékben változik. Egy másik álláspont szerint az új információ, mint alaprátá alulértékelése akkor teljesül, amikor annak feldolgozása „költséges” (Koehler, 1996). Ez a szemlélet arra a már tárgyalt megfigyelésre épít miszerint a komplex adatsorokat az egyének nem képesek megfelelően értelmezni, valamint az idősorok közötti kauzális kapcsolatok megállapítás is nehézségeket okoz. Ekkor, tehát a nehezen feldolgozható információ alulértékelte, míg a kiugró, vélt információtartalommal felruházott hír felülértékelte válik. Koehlerhez hasonlóan Griffin és Tversky (1992) is a komplex verzus kiugró adatok által okozott torzulás felhasználásával interpretálták a konzervativizmus jelenségét. Az információkat „erő” és „súly” alapján osztályozták. „Erő” alatt a hír különlegességét, kiugróságát értették, míg a „súly” a relevanciát, minőséget jelentette. Így egy hír, mely statisztikailag megbízható idősort tartalmazott „nagy súlyú” információnak minősült, azonban „ereje” éppen komplexitásából, nehezen kezelhetőségéből adódóan alacsony volt. Elméletük szerint konzervativizmus akkor teljesül, amikor az egyén nem veszi kellő mértékben figyelembe a „nagy súlyú” információt, azaz a komplex adatsorokat.

2.2.2 Önmegetévesztés-elmélet

Döntési problémák heurisztikus leegyszerűsítéssel történő megoldása nem minden esetben vezet hibás eredményre, azonban ha a sikeres döntés túlzott önbizalmat szül, akkor a következő döntés torzulása már valószínű. Trivers (1985, 1991) elmélete a *túlzott emberi önbizalomra* építve azt állítja, hogy az egyének tudásukat túlértékelik, valamint a döntéseik nyomán keletkező sikertelenséget önmaguktól független okokra vezetnek vissza. A részvényt piacokon tevékenykedő kereskedők, elemzők, általában a szakértők, bizonyos helyzetekben képesek megfontolt döntést hozni, azonban amikor az előrejelezhetőség kérdéses, illetve a probléma kétértelmű a túlzott önbizalom veszélye megnő (Griffin és Tversky, 1992). Numerikus példákkal végzett kísérletek során kiderült, hogy az egyének által meghatározott konfidencia intervallum az esetek döntő többségében túlságosan szűk (Alpert és Raiffa, 1982), melyet a túlzott önbizalom nyomán felmerülő „*túlzott optimizmus*” generál (Miller és Ross, 1975). A túlzott optimizmus nem csupán a szakértők és laikusok, hanem a férfiak és nők viszonylatában is jelentős különbséget mutat, mely a feladat milyensége okán alakul ki. A férfiak általában magabiztosabbak, s ez a magabiztosság nagyobb valószínűséggel csap át túlzott optimizmusba, ha a megoldandó probléma „*férfiasnak*” találtatik (Deaux és Emswiller, 1974).

A racionális viselkedés, elméletileg, a döntéshozatalon túl a tanulási folyamatra is kiterjed, azaz az egyén eredménytelenségét felülvizsgálva eliminálja azokat a leegyszerűsítő mechanizmusokat, melyek a rossz döntésért felelősek. Ez tehát azt jelentené, hogy az emberek „*kitanulják*” magukat a hibás döntésekből. Ehhez azonban feltétlenül elengedhetetlen a higgadt, részrehajlás nélküli ítélőképesség, mely Langer és Roth (1975) megfigyelései szerint gyakran hiányzik. A vizsgálatok azt mutatják, hogy a jó döntéseket az emberek saját tudásuk eredményeként élik meg, míg a hibás kimenetekért külső tényezőket tesznek felelőssé.

Az önmegetévesztés elmélet egyik alaptétele szerint az egyének tévedhetetlenségükről, hozzáértésükről akarják saját magukat meggyőzni, mely az irracionális *önigazolásban* nyilvánul meg. Ez megfigyelhető a nehezen hozott döntésekhez való ragaszkodásban, valamint az alternatívák túlzott alulértékelésében (*cselekvésindukált viselkedésváltozás* – és Festinger és Carlsmith, 1959). Ha a befektetett energiát költségként értelmezzük, akkor a ragaszkodás problematikáját *elsüllyedt költség hatásként* is felfoghatjuk (Arkes és Blumer, 1985).

Az önmegtévesztés és öngazolás egyaránt az *önbecsülés* meglétéből, s annak fenntartásából eredeztethető, mely a meghozott döntésekkel kapcsolatban felmerülő számos más viselkedési formát is megmagyarázhat. Ilyen például az utólagos előrelátás (Hawkins és Hastie, 1990) vagy éppen az *ex post racionalizálás*, mely a döntés utólagos racionális kontextusban történő elemzését, s magyarázatát jelenti.

2.2.3 Emberi emóciók

Az emberi érzelem információfeldolgozásra, döntéshozatalra gyakorolt hatását számtalan kísérlet bizonyította már, melyek alapjául az Ellsberg paradoxon (Ellsberg, 1961) szolgált. Ellsberg bizonytalan döntési helyzetekben vizsgálta az alanyok viselkedését, s kimutatta, hogy az objektív kockázaton túl az egyének szubjektív bizonytalanságot is társítanak a problémákhoz, mely társítás függ a környezet „stabilitásától”. A hiányzó információ vagy ismeretlen döntési helyzet egyaránt növeli a bizonytalanságot, mely a kockázati prémium, s ezáltal ez elvárt hozam emelkedését okozza.

Általában a csalódottság érzésétől való szabadulás áll a kockázati, megbánás és veszteség averzió hátterében, melyet befolyásol az aktuális hangulatállapot. A pozitív hangulatállapot, azaz a jó hangulat optimizmust szül, melyet a részvénybefektetésen realizált sorozatos pozitív hozam is előidézhet. Ekkor az egyén bizonytalanságérzete csökken, melyet az esetleges önmegtévesztés tovább növel, hiszen a portfólió sorozatos értékelkedését saját tévedhetetlenségével párosítja. Az így kialakuló optimizmus, s magabiztosság egy adott tőkepiac egészen történő elterjedése a buborékhatás megjelenését okozhatja, melyet a szakértők a részvény piac „túlfűtöttségeként” szokták aposztrofálni.

Befektetési döntések értékelésekor az elhalasztott fogyasztás kompenzálását, mely az ellenőrzés csökkenésének érzését okozza, a jövőben jelentkező pénzáram diszkontálásával végezhetjük el. A diszkontráta megállapítása elméletileg független a kockázat szempontjából irreleváns környezeti tényezőktől, azaz az esetleges veszteséget vagy nyereséget megegyező mértékben kellene csökkenteni. Ezzel szemben a nyereség esetén alkalmazott diszkontráta nagyobb, mint a veszteségnél meghatározott.⁶

2.2.4 Preferenciák

A vállalatok piaci értéke, azaz a részvények árazása szempontjából központi kérdés a befektetők kockázathoz való viszonyulása, valamint a lehetséges döntési alternatívák közötti

⁶ Az időpreferencia döntésre gyakorolt hatását Chapman (1998) részletesen tárgyalja.

sorrend felállításának folyamata, azaz a preferenciarendszer kialakítása. Számos részvényárazási modell, többek között a legismertebb a capital asset pricing model (CAPM), a kockázatkerülő befektetői attitűdöt és az elvárt hasznosság elméletének megfelelő döntéshozatalt tételez fel. Ennek alapjául a tizennyolcadik században született megfigyelések (Bernoulli, 1738), majd a huszadik század derekán elmélettől formalizált modell szolgált (Von Neumann és Morgenstern, 1944). Az elvárt hasznosság elmélet megalkotását követően azonban empirikus kísérletek (Markowitz, 1952, Allais, 1953) olyan emberi döntésekre derítettek fényt, melyek implikációi esetenként ellentétesek voltak Von Neumann és Morgenstern koncepciójával⁷.

Bernoulli (1738) egy érmefeldobáson alapuló játékon keresztül kimutatta, hogy, míg a játék várt nyeresége a végtelen felé konvergál, addig a kísérletbe bevont egyének részvételi hajlandósága véges, mely a játékban való részvételkor fizetendő díjjal magyarázható („Szentpétervár paradoxon”). Eme paradoxon feloldására Bernoulli a nyereségek hasznosságának, azaz a vagyonnövekedés által kifejtett elégedettség mértékének változását hozta fel megoldásként. Más szóval a nyeresémény által létrehozott hasznosság csökkenő mértékben növekszik, azaz csökkenő határhasznosságról kell beszélni, mely azt jelenti, hogy a meglévő vagyon mértéke determinálja a nyeresémény nyomán generálódott hasznosságot, meglegedettséget.

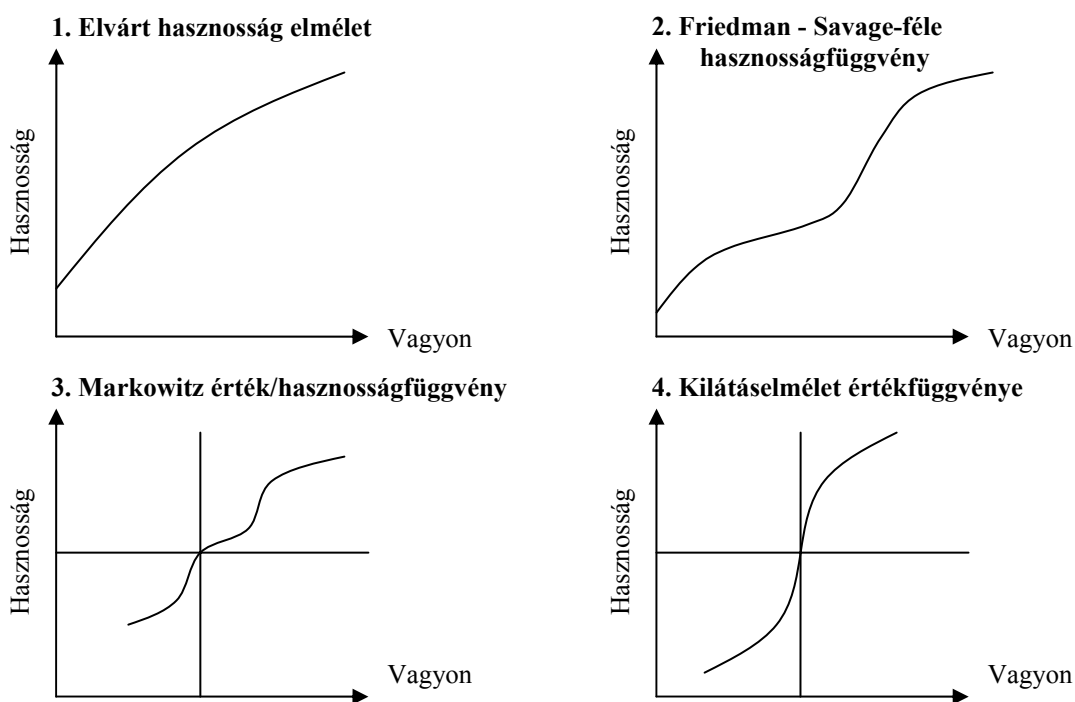
Von Neumann és Morgenstern (1944) a csökkenő határhasznosság tételét egy általuk definiált axiómarendszerbe foglalva megalkották az elvárt hasznosság elméletét, mely a kockázatkerülő befektetők által érzékelt hasznosságot a vagyon függvényében egy konkáv görbével szemléltette (lásd 2. ábra 1. panel). Az elvárt hasznosság konkáv függvénye kockázatalutasító befektetői attitűdöt tételez fel, mely azt jelenti, hogy az egyén semmilyen körülmények között nem fogadja el a fair játszmat. Az elmélet alapján kijelenthető, hogy a kockázat semleges egyén hasznossági görbéje egy 45 fokos egyenes, míg a kockázat kereső egy exponenciális konvex függvény. Lényeges kitétel, hogy ezek a viselkedési formák egyénekre vonatkoznak, azaz, ha valaki kockázatkerülő, akkor nincsen kockázat semleges vagy kereső időszak az életében.

Friedman és Savage (1948) (FS, továbbiakban) éppen ezt a megállapítást vitatták, s azt állították, hogy az egyének hasznossági görbéjében két konkáv és egy konvex szakasz létezik,

⁷ A Von Neumann és Morgenstern-féle elvárt hasznosság elméletét helyettesítendő számos alternatíva született: súlyozott hasznosságelmélet (Chew és MacCrimmon, 1979), belső elvárt hasznosság (Chew, 1989), szomorúság averzió (Gul, 1991), megbánás averzió (Bell, 1982). Jelen esetben ezen elméletek részletes tárgyalásával nem foglalkozom, mindösszesen illusztrálni kívántam a kérdés jelentőségét.

azaz vannak időszakok, amikor az egyén kockázati attitűdje kerülőről átvált keresőre (lásd 2. ábra, 2. panel).

2. ábra: Alternatív hasznosság/értékfüggvények.



Forrás: Levy, M., Levy, H.: „Prospect theory: Much ado about nothing?”, Management Science 48, 2002, p. 1334-1349.

Megállapításukat arra alapozták, hogy empirikus megfigyelések szerint az egyének hajlamosak egy időben lottószelvényt és biztosítást is vásárolni, azaz a kockázat kerülése, s a kockázatos játékban való részvétel egy időben is bekövetkezhet.

Markowitz (1952) több ponton is vitatta az FS modell helyességét, melyek közül az egyik a vagyon abszolút értelemben történő figyelembevétele. Ahogy az a 2. ábrán látszik a Markowitz-féle hasznosság görbe relatív vagyont, azaz nyereséget és veszteséget ábrázol a hasznosság függvényében. Az egyén vagyonának kezdeti pozícióját az origóban találhatjuk, s a játékot követően, attól függően, hogy a kezdeti helyzethez képest pozitív vagy negatív a szaldó, jobbra vagy balra mozdulunk el a koordinárendszerben. A 3. panelon látható hasznossági görbe, ugyanakkor nem különbözik az FS görbétől, mindösszesen az FS görbe első inflexió pontja az origóra került. A görbe jelentése, hogy az egyének veszteség esetén

kockázat kerülők, míg nyereségnél kockázat keresővé válnak. Azonban ez csak akkor teljesül, ha a játékban szereplő értékek nem szélsőségesek.

Az elvart hasznosság elmélet alternatívájaként talán a legtöbbször Kahnemann és Tversky (1979) kilátásméletét szokták említeni, mely Barberis és Thaler (2003) szerint a legalkalmasabb arra, hogy megmagyarázza azon empirikus megfigyeléseket, melyek kérdéseket vetnek fel. Barberisék úgy vélik, hogy azzal, hogy a kilátásméletet nem az elvart hasznosság elméletből származtatták, s nem törekedtek normativitásra valamint deskriptivitásra, a legalkalmasabb arra, hogy magyarázza az emberi döntéshozatalban kimutatott sajátosságokat.

A 2. ábra 4. paneljén a kilátásmélet S-alakú értékfüggvénye látható, mely a nyereség dimenzióban kockázat kerülő, míg a veszteségben kockázat kereső viselkedést tételez fel. Az elmélet szerint az egyének az S-alakú értékfüggvényt súlyozzák, mely súlyt az általuk érzékelt szubjektív valószínűség figyelembevételével alakítják ki. Az egyének a szélsőségesen alacsony valószínűség értékeket lehetetlenként élik meg, azaz alacsony súlyt társítanak hozzájuk, míg a szélsőségesen magas valószínűség értékek esetében túlbecsülik, túlsúlyozzák azokat. Túlbecslés nem szélsőséges, de alacsony, illetve magas értékeknél figyelhető meg.

A preferenciarendszer kialakításának kérdésével kapcsolatos véleménykülönbségekből az következik, hogy az az elmélet, mely hitet tesz egy koncepció mellett azt számos kritika érheti, ahogy ez történt a hatékony piacok hipotézisével is.

2.3 Arbitrázs limitációi

A piaci hatékonyság érvényesülésének – tehát annak, hogy az éppen aktuális árfolyamok megegyezzenek a vállalat fundamentális értékével – egyik alapfeltétele, hogy az úgynevezett *arbitrázs folyamat* hibátlanul működjön. Az arbitrázs folyamat tankönyvi definíciója szerint ha megegyező vagy hasonló eszközök szimultán eladása és vétele két különböző piacon, két különböző árfolyamon kivitelezhető úgy, hogy ezen tranzakció zérus kockázat mellett biztos profitot szavatol, arbitrázs pozícióról beszélünk (egy ár törvénye - Bodie, Kane, Marcus 1996). Ez azt jelenti, hogy ha a racionális befektető észleli, hogy egy adott eszköz értéke nem egyezik meg két különböző piacon, akkor a drágábbat fedezetlenül eladva, valamint az olcsóbbat megvásárolva biztos profitot realizálhat. Mivel ezt a biztos hozamot garantáló befektetési lehetőséget többen is felismerik, és kiaknázására hasonló

irányú pozíciókat nyitnak, az árfolyameltérés idővel csökken, majd végül megszűnik. Ahhoz tehát, hogy az árfolyam differencia teljesen megszűnjön elegendő arbitrázsorra valamint az arbitrázspozíció létrehozásához szükséges feltételekre van szükség. Ebben a részben ismertetem azokat az eredményeket, melyek rávilágítanak egyes befektetői csoportok racionálistól eltérő kereskedési szokásaira, így megkérdőjelezzük az „elegendő arbitrázsor” tételt, valamint bemutatom azokat a technikai problémákat, melyek akadályt gördíthetnek az arbitrázspozíció kiépítése elé, így megakadályozzák az arbitrázs eliminálódását.

Elsőként az arbitrázs fennmaradásának technikai magyarázatát vázolom. Ahogy azt már bemutattam az arbitrázs zérus kockázat mellett zérus befektetéssel elméletileg rentábilisan kiaknázzható. Maradva a felülárazott részvény fedezetlen eladása és az alulárazott részvény megvétele melletti példánál, probléma akkor merül fel, ha a két különböző piacon forgó ugyanazon értékpapír árfolyama közötti spread nem csökken, hiszen ebben az esetben a racionális befektető, aki a két árfolyam konvergenciájára számított veszteséges pozícióban marad. Mivel a fedezetlen eladás során a befektető részvényt vesz kölcsön, amit a kölcsönbe adó a pozíció rentábilisra fordulása előtt visszakérhet, nem feltétlenül beszélhetünk kockázatmentességről. Fontos észrevenni, hogy a fedezetlen eladásnak költség vonzata is van, mely a kölcsönbevétel díjaként jelentkezik. Mindamellet, hogy a díj mértéke nem túl jelentős, csökkenti a lehetségesen realizálható profit mértékét⁸. *Előfordul, ugyanakkor az is, hogy a félreárazott részvény fedezetlen eladása azért nem lehetséges, mert nem létezik kölcsönvehető részvény, mely azt eredményezi, hogy az eladások nyomán lefelé ható erő nem jelentkezik.* Félreárazott részvények felderítéséhez, folyamatos elemzői, kutatói munkát kell végezni, melynek költsége az egyre kifinomultabb technikák eredményeképpen megemelkedett. A megnövekedett költséget elsősorban az intézményi befektetők képesek felvállalni, azonban esetükben felmerülnek olyan jogi korlátok, melyek számukra nem teszik lehetővé a fedezetlen eladást. Ez utóbbi technikai limitációit, valamint a felmerülő költségeket *implementációs költségnek* nevezzük.

Arbitrázsról beszélünk akkor is, amikor két különböző részvény árfolyama divergál egymástól, melyeket közeli helyettesítőknek nevezünk. Ilyenek lehetnek, egy bizonyos iparágban érdekelt vállalatok, melyek megegyező célpiaccal rendelkeznek, így a jövőben realizált pénzáramuk nagy valószínűséggel megegyezik. A közeli helyettesítőkkel, ugyanakkor az a probléma, hogy nem tökéletesek, hiszen míg az iparágra ható erők valóban

⁸ D’Avolio (2002) felmérése szerint a rövide eladás díja 10 és 20 bázispont között mozog.

mindegyikükre megegyezően hatnak, addig a vállalat specifikus események eltérhetnek egymástól. Ebből adódóan *fundamentális kockázatról* beszélünk, mely ugyancsak az arbitrázs fennmaradását okozza.

A harmadik tényező, mely a félreárazás megszűnése ellen hat az úgynevezett „zajos kereskedő kockázat”. A fogalmat De Long, Shleifer, Summers és Waldmann (1990a)⁹ alkották meg, melynek lényege, hogy a piacon léteznek olyan kereskedők, akik a vállalatok fundamentális értékét nem vizsgálják, hanem inkább irreleváns – zajos – információra támaszkodva kereskednek. Az arbitrázs fennmaradása szempontjából ez azt jelenti, hogy ha ezek a szereplők nem ismerik fel a félreárazás tényét, és azt felerősítő pozíciókat nyitnak, akkor az arbitrázsörök hiába kötnek az arbitrázst kiaknázó szerződéseket, a zajos kereskedők által kifejtett erő hatására az árfolyam konvergencia elmarad. Az arbitrázsör számára felmerülő kérdés ekkor az, hogy vajon ez a „zajos kereskedői” hatás meddig tart, hiszen, ha az túlnyúlik a fedezetlen eladási pozíció horizontján, akkor az arbitrázsör az ügyletet kénytelen veszteséggel zárni. A valós és piaci ár közötti olló tovább nyílhat, ha a zajos kereskedők jelenlétét, valamint azok kereskedési stílusát a racionális arbitrázsörök felismerik és azzal megegyező irányban kereskednek. Ez érthető, hiszen ha egy adott időperiódusban vagy piaci szegmensben a zajos kereskedők száma felülmúlja a racionálisan viselkedőket, akkor az arbitrázs tankönyvi kiaknázása kivitelezhetetlenné válik. Ekkor, a racionális szereplő észleli a félreárazást és ahelyett, hogy a konvergenciára „fogadna” olyan pozíciót nyit, mely a divergenciát tovább erősíti. A hozamemelkedés a zajos kereskedők számára növeli a piaci szegmenst attraktivitását, így számuk nem csökken. Ahogy a piaci árfolyam a fundamentálistól távolodik, úgy a pozíció felértékelődik, s a zajos kereskedők valamint ügyleteik száma növekszik. A pozitív hozam által indukált kereskedést *pozitív visszacsatolású kereskedési stratégiának* (positive feedback trading) (De Long, Shleifer, Summers és Waldmann, 1990) nevezzük. Az a tény, hogy a racionális szereplő nem a fundamentális érték felé mozdítja el az árfolyamot, nem teszi őt irracionálissá, hiszen ha látva a konvergencia valószínűtlenségét arra „fogadna”, akkor válna irracionálissá¹⁰.

⁹ A jelenséget Shleifer és Vishny (1997) tovább vizsgálta és olyan modellt alkotottak, melyben az arbitrázsör kereskedési stratégiája eltér De Long és szt. (1990) által feltételezettől. Eszerint az arbitrázsör nem rendelkezik szélesen diverzifikált portfólióval, hanem inkább egy bizonyos piaci szegmensre specializálódik. Ezáltal Shleifer és Vishny kategorizálni tudták a piacokat arbitrázspozíció rentabilitása szempontjából. Úgy ítélték meg, hogy a zajos kereskedői kockázatból adódó bizonytalanság a részvénypiacokon a legnagyobb, s ezáltal a racionális arbitrázsörök jelenléte eme piaci szegmensben a legkisebb.

¹⁰ Soros György saját bevallása szerint ehhez hasonló befektetési stratégiát folytatott a 60-as, 70-es években kialakuló optimista piaci légkörben, mikor is a konglomerátumok részvényei nagy népszerűségnek örvendtek. Soros hasonló képpen nyilatkozott a 90-es években kialakuló technológiai buborékkal kapcsolatban is.

A zajos kereskedői jelenlét, valamint a pozitív visszacsatolású kereskedési stratégia következménye a *horda* jellegű viselkedés (herding), mely a piaci buborékokat és az azokat követő összeomlásokat táplálja. Ha egy racionális arbitrázsőr észleli a buborék kialakulását, akkor azt felerősítő pozíciókat nyit annak érdekében, hogy a jelenségért felelős zajos kereskedők számát a lehető legnagyobbra növelje. Amikor már a túlfűtöttség jeleit érzékeli, pozícióját nyereséggel zárja, melyet más racionális szereplő is követ. Az így kialakuló eladási nyomás csökkenő árfolyamot, pesszimista hangulatot, s végül pánikot okoz. Az egyre több eladás csak felgyorsítja a folyamatot.

Az arbitrázs fennmaradásának egy klasszikus példája a holland Royal Dutch és az angol Shell Transport vállalatok esete (Rosenthal és Young, 1990, Froot Debra, 1999). A két vállalat 1907-ben megkötött stratégiai megállapodása értelmében a tevékenységükből, melyet ezek után egyeztettek, származó pénzáram 60:40 (Royal Dutch: Shell) arányban megosztásra került, mely a vállalatok részvényárfolyamában megegyező mértékű paritást kellett volna eredményezzen. Az így kialakult helyzet a közeli helyettesítők tökéletes példája volt, ezért is nevezték a két értékpapírt „*iker-értékpapíroknak*”. Az 1980. szeptember és 1995. szeptember közötti időszakra elvégzett megfigyelés, azonban azt mutatta, hogy a két értékpapír árfolyama között nem alakult ki az elvárt paritás, ami az arbitrázs pozíció permanens fennmaradásáról tanúskodott. A magatartási tényezőkkel érvelők szerint az így felmerült többlethozam semmiképpen sem volt magyarázható egy, az egyik értékpapír esetében, megnövekedett kockázattal, hiszen a fundamentális értéket meghatározó tényezők megegyeztek. A fundamentális értéktől való eltérés csak 1984-re szűnt meg, melyet 35 százalékos Royal Dutch alulértékeltség előzött meg, majd 10 százalékos felülértékeltség követett.

A tőzsdeindexek felépítése, azaz az indexekben szereplő vállalatok listája folyamatosan változik. Egy vállalati részvényt két okból „vezethetnek ki” egy indexből: (1) a részvény nem tudja teljesíteni a kereskedésre vonatkozó előírásokat (kapitalizáció, likviditás...stb.) vagy a kibocsátó vállalat csőd, összeolvadás miatt megszűnik. Ekkor a felszabaduló helyet egy újabb, indexen kívüli, részvény vesz át. Lényeges momentum, hogy az új indextag belső értéke nem változik, melyre az indexet jegyző vállalat (Standard and Poor's az S&P500 index esetében) fel is hívja a piaci szereplők figyelmét. Így tehát a részvényárfolyam elméletileg változatlan marad. Számos gyakorlati példa az elmélettel ellentétes folyamatot mutat, ugyanis az S&P500-as indexbe történő felvétel átlagosan 3,5 százalékos hozamemelkedést indukál (Harris és Gurel, 1968; Shleifer, 1968; Wurgler, Zhuravskaya, 2002). A tartós árfolyam felértékelődés az arbitrázs fennmaradásának ismételt

példája, melyet a közeli helyettesítő részvény felkutatásának nehézkessége (fundamentális kockázat), valamint a zajos kereskedőhatás okoz. A passzív részvényalapok piaci súlynövekedése fokozza a hatást, hiszen az indexlista változása az alap portfólió összetételét automatikusan megváltoztatja, így a vételi nyomás fokozódik.

A következő részben áttekintem azokat az eszközárzási modelleket, melyekben a várakozások helytelen felülvizsgálata, azaz a kognitív korlátok, s torzulások játszanak főszerepet az arbitrázs kialakulásában.

2.4 Az irracionális viselkedésre épülő árazási modellek

Jelen fejezet 1.2.2. részében tárgyalt magatartási formák eszközárzásra gyakorolt hatása számos modellben megjelent már. Ezekben a racionális értékelésből származtatott árfolyam mechanizmusokkal ellentétes empirikus megfigyelésekre kívántak szisztematikus magyarázatot adni. A következőkben azokat a modelleket mutatom be, melyek a várakozások nem megfelelő, azaz racionálistól eltérő, kialakítását használják fel magyarázatként.

Elsőként egy olyan forgatókönyvvel foglalkozom, melynek első szakaszában az írott sajtóban (publikus információ) megjelenő hír lassú, nem megfelelő mértékű árfolyamváltozást indukál. A második periódusban a hírből következő vállalati értéket meghaladó részvényárfolyam képződik, mely a félreárazás irányát tekintve túlreakciót jelent. Barberis, Shleifer és Vishny (1998) formalizált modelljének első szakaszban a konzervativizmus, míg a másodikban a reprezentativitás heurisztika hat. A befektető az új információt, pozitív eredményt feltételezve, az azt megelőzőkhöz képest kisebb súllyal veszi figyelembe, így az árfolyam az optimálishoz képest alacsonyabb növekedésen megy keresztül. A kezdetben alacsony, majd egyre növekvő árfolyam, ex post hozamemelkedést indukál, melyet *momentumhatásnak* nevezünk¹¹. A folyamat második szakaszában a reprezentativitás heurisztikát alkalmazó befektetők a sorozatos, várakozásokat felülmúló vállalati eredmények észlelésekor optimistává válnak. Más szóval az elmúlt időszak sorozatos jó eredményeiből átlagon felüli teljesítményt prognosztizálnak, s ennek megfelelően a részvény vásárlásába kezdenek. A prognózis kialakítása során a kis számok törvénye heurisztikára támaszkodnak, s így túlértékelik a közelmúltban született jó eredményssorozatot.

¹¹ A momentumhatást Jegadeesh és Titman (1993) fedezték fel. Megfigyelésük szerint a múltban jó eredményt produkáló vállalatok átlagosan 10 százalékkal magasabb hozamot realizáltak, a múltban rosszul teljesítő vállalatokhoz képest. Ezt tehát azt jelentette, hogy a befektetők az elmúlt 6 - 12 hónapos időintervallumban nyújtott teljesítményt veszik figyelembe, az éppen aktuális eredményekkel szemben.

Barberis és szerzőtársai modelljükben kockázat semleges befektetői attitűdöt, valamint a vállalati eredményesorozat véletlen bolyongását tételezték fel. A befektetők a vállalati eredményekre vonatkozó véletlen bolyongás ellenére, várakozásaik kialakításakor, két ellentétes mechanizmus közül választanak. Egyrészt az eredmények átlaghoz történő visszatérését, másrészt a trend folytatódását várják. Amikor tehát konzervativizmusuk dominál, akkor az eredmények átlaghoz történő visszatérését anticipálják, a kis számok törvényének alkalmazásakor, pedig trendfolytatódásban hisznek.

Barberis és szerzőtársaihoz hasonlóan Hong és Stein (1999) is a kezdeti alul-, majd az azt követő túl-reakcióban látták a momentumhatás okát. Hongék a privát információ megjelenését tételezték fel, melyet a befektetői populáció csak egy csoportja érzékel. Ez a csoport, akiket „hírfigyelőknek” neveztek, a Simon-féle korlátozott racionalitásból adódóan képtelen az árfolyammozgásokból következtetéseket levonni. Erre csak a befektetői populáció másik szegmense képes, „momentumkereskedők”, akik, ugyancsak a korlátozott kognitív képességekből adódóan más hírforrással nem foglalkoznak. A vállalati eredmények publikálását megelőzően a „hírfigyelők” a megszerzett információ alapján vásárlásba kezdenek, mely az árfolyam lassú emelkedését okozza. A „momentumkereskedők” a hozamnövekedést érzékelve vételi oldalon jelennek meg, s így kialakul a túl-reakció. Ez a magatartás megegyezik De Long és szerzőtársai (1990) által pozitív visszacsatolási kereskedési stratégiának. Az eredmény publikálását követően a „hírfigyelők” által keltett árfolyamfelhajtó hatás csökken, majd megszűnik, hiszen nem érkezik további privát információ, mely a vételt alátámasztaná. A lanyguló kereslet a hozamok csökkenésén keresztül visszatartja a „momentumkereskedőket”, s megkezdődik a hozamok átlaghoz történő visszakanyarodása, mely idővel a részvényárfolyam valós értékkel történő egyenlőségét eredményezi. A kezdeti emelkedést, túlértékelődést, s végül a visszakanyarodást momentumciklusnak nevezzük. Azok a „momentumkereskedők”, akik a ciklus emelkedő szakasza végén kezdenek vásárlásba feltehetőleg veszteséggel zárják pozíciójukat, hiszen a hozamcsökkenéskor még mindig annak emelkedésére számítanak, ahogy azt a kis számok törvénye előrevetíti.

Az előzőekben bemutatott eszközárzási modellekkel szemben De Long és szerzőtársai (1990), valamint Daniel, Hirshleifer és Subrahmanyam (1998, 2001) a momentum kialakulását nem a kezdeti alul-, s az azt követő túl-reakcióban látták, hanem a túl-reakció folyamatos jelenlétében. Daniel és szerzőtársai a Trivers-féle önmegtévesztés elméletét felhasználva olyan modellt alkottak, melyben a befektető egy privát információn

végzett hosszas elemzés követően vételi döntést hoz. A döntési folyamatba fektetett energia miatt az egyén túlzottan bízik annak tökéletességében, s így túlértékeli azt, mely az árfolyam emelkedését eredményezi. Ezt követően a momentumciklus kétféle irányt vehet. Abban az esetben, ha a publikált információ a privát hírt, s az elemzés konklúzióját alátámasztja, akkor az önbizalom tovább erősödik, ezzel még feljebb hajtva az árakat. Ha azonban a sajtóban megjelenő hír ellentétes az egyén eredményeivel, akkor az árfolyam emelkedés lelassul vagy megtorpan. Lényeges ugyanakkor, hogy a lelassulás vagy megtorpanás helyett azért nem következik be azonnali árfolyamesés, mert az egyének, az önmegtévesztés elméletéből következően, a hibát nem saját képességük, hanem szerencsétlen környezeti hatások rovására írják.

Az itt tárgyalt modellek alapját képező empirikus vizsgálatok, melyek egyben bizonyítékokat szolgáltatnak a piaci hatékonyság sérülésére, az *eseménytanulmány elemzés* (event study methodology) módszerét alkalmazzák. Ennek segítségével meg lehet vizsgálni a hozamok hírmegjelenés körüli viselkedését, s következtetéseket lehet levonni arra vonatkozóan, hogy az információ beépülése megfelel-e a hatékony piacok hipotézisének. A következő részben az eseménytanulmány módszerét, s annak Budapesti Értéktőzsdén történő alkalmazást mutatom be.

2.5 Eseménytanulmány elemzés, a BUX kosár vizsgálata¹²

Tőzsdei árfolyamokat, illetve a belőlük számítható befektetési hozamokat elemző fejezet részben bemutatom az eseménytanulmány-elemzés módszertanát, valamint annak gyakorlati alkalmazását. Ezen eljárás lehetőséget nyújt a kutató számára, hogy a piaci hatékonyságot illetően olyan következtetéseket vonjon le, melyeknek igen nagy jelentősége van számviteli, pénzügyi, valamint piacszabályozási szempontból. Az eseménytanulmány-elemzés módszerével azt vizsgálom, vajon egy adott hír megjelenése milyen változást idéz elő a tőkepiaci árfolyamokban, illetve áttételesen a hozamokban; a változás már a „hírré várva”, vagy csak a hír bejelentését követően jelenik-e meg.

Az elemzésben a hír, azaz a vizsgálandó esemény, a Budapesti Értéktőzsde néhány részvénye vonatkozásában az egy részvényre jutó jövedelem (Earning per Share, EPS) hivatalos kihirdetése. Azzal, hogy a hivatalosan publikált hírt vettem alapul, mint

¹² A fejezet rész cikk formájában a Sigma című folyóiratban jelent meg: Bedő Zsolt, Rappai Gábor: „Eseménytanulmány-elemzés magyar részvény-árfolyamokra. Van-e értéke az árfolyamokat befolyásoló híreknek?”, Sigma 35, 3-4, 2004, p. 113-127.

hozambefolyásoló tényezőt, egyben a közepesen erős piaci hatékonysági forma vizsgálatát is elvégezem. E szerint, ugyanis a sajtóban megjelent hírek a megjelenés időpontjában azonnal beépülnek az árfolyamokba, így ezt követően ezen hír felhasználásával kialakított kereskedési stratégiák már nem alkalmasak extra¹³ hozam realizálására. Amennyiben az eseményt követően abnormális hozam jelentkezik, a piacról elmondható, hogy nem képes hatékonyan beépíteni a megjelent információt az értékpapírok árfolyamába, ez jelentheti a szereplők kereskedésében megbúvó tökéletlenséget, vagy a piaci infrastruktúra működésében jelentkező hiányosságokat egyaránt.

Az eseménytanulmány elemzés módszertanának megalkotása és empirikus alkalmazása Fama és szerzőtársai (1969) nevéhez fűződik. Ők a módszert éppen a hatékony piacok hipotézisének az igazolása kapcsán alkalmazták, az elemzési technikát ezt követően a hipotézist megkérdőjelezők is felhasználták vizsgálataikban és bizonyításaikban¹⁴. A módszer statisztikai vizsgálatát és továbbfejlesztését Brown és Warner (1980, 1985), Dyckman, Philbrick, Stephans és Ricks (1984), valamint Campbell és Wasley (1993) tették meg, de elsősorban rövid, napos, eseményablakban megjelenő abnormális hozam esetén. Ezzel szemben Barber és Lyon (1997) hosszú távú (egyől öt év) horizonton vizsgálták a módszer statisztikai szignifikanciáját, melynek eredménye az alkalmazhatóság elfogadása volt.

Ebben a részben először röviden áttekintem az eseménytanulmány-elemzés módszertanát, majd a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) néhány jelentősebb forgalmú részvénye, illetve ezen részvények kibocsátóira vonatkozó adatok alapján megvizsgálom, hatékonynak tekinthető-e a BÉT, illetve alkalmazhatók-e a más (nagyobb forgalmi, hosszabb múlttal rendelkező) tőzsdék esetén kidolgozott módszerek hazánkban is.

2.5.1 Eseménytanulmány elemzés módszere

A részvényhozam befolyásolása szempontjából alkalmazott események típusainak spektruma igen széles. A hír lehet a gazdaság állapotát leíró makro-információ, vagy a vállalat teljesítményéről hírt adó periodikus jelentés, vagy éppen egy előre nem várt esemény bekövetkezése, mint például egy háborús helyzet kialakulása (pl. 2002. szeptember 11.). Ball és Brown (1968), Chari, Jegannathan és Ofer (1988), Easton és Zmijewski (1989), Gennotte és Truemann (1996), valamint Kross és Schroeder (1984) a vállalati jövedelmek kihirdetése kapcsán azt találták, hogy a jövedelemnövekedés pozitívan, míg az előző periódushoz képest

¹³A továbbiakban az extra hozamot inkább abnormális hozamnak nevezem, el kívánom ugyanis kerülni, hogy az Olvasó csak a pozitív hozamokra gondoljon, amikor extra hozamot említünk!

¹⁴Lásd DeBondt és Thaler (1985), Lakonishok és szerzőtársai (1994).

bekövetkező csökkenés negatívan hat a részvényárfolyamokra. Ezen vizsgálatuk az Egyesült Államok tőkepiacait vette figyelembe, de hasonló eredményre jutott Alford, Jones, Leftwish és Zmijewski (1993), valamint Chan és Seow (1996) is, más nem USA-beli tőkepiac esetében is. Az események osztályozása, azon felül, hogy milyen jellegű az esemény, történhet azon az alapon is, hogy vajon a hír anticipálható vagy nem. Az események egyik típusa az előre nem várt esemény, mely a piacot teljes mértékben váratlanul éri. Az ebbe a csoportba tartozó hírek igen hatékonyan felhasználhatóak a piaci reakció mérésére, hiszen az eseménnyel kapcsolatban semmiféle várakozás nincs, éppen annak előreláthatatlanságából adódóan. Az előre anticipált hírek esetében viszont éppen a piaci várakozás tökéletességét lehet lemérni. Ha a szereplők, mondjuk az egy részvényre jutó jövedelem (EPS) következő negyedévre vonatkozó mértékét helyesen ítélik meg, akkor a mutató publikálásakor nem jelentkezik abnormális hozam. Ezzel szemben a helytelen várakozások rögtön nyomon követhetőek a hír megjelenésekor megugró, a referenciahozamtól eltérő hozam realizációkon keresztül.

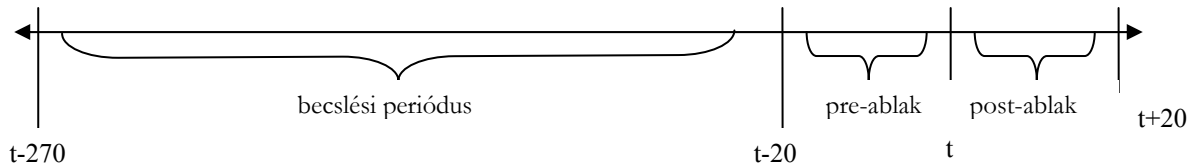
Az esemény megválasztásán kívül lényeges az eseményt megelőző és azt követő úgynevezett pre- és post-ablak kijelölése. Ezeknek az idő periódusoknak a jelentősége az információ-szivárgás illetve beépülés gyorsaságának a meghatározása. Abban az esetben, ugyanis, ha a nulla időpontot megelőzően (pre-ablak) hozamemelkedés mutatható ki, akkor sejthető, hogy valamilyen informális csatornán megkezdődött az eseménnyel kapcsolatos információk piacon való megjelenése. A post időszak esetében, ha a hozamemelkedés tovább folytatódik (pozitív hír esetén) vagy éppen tovább csökken (negatív hír esetén), akkor feltételezhető, hogy a szereplők nem voltak képesek a hír konzekvenciáit pontosan felmérni és azok hatása a későbbiekben jelenik meg az árfolyamban.

Az elemző, tehát megválasztja azt a bizonyos eseményt, melynek hatását megfigyelni kívánja az előre kijelölt vállalati részvények hozamain. Meghatározza az esemény megjelenése körüli pre- és post-ablakot, valamint a becslési periódus hosszát, melyeket minden részvényre azonosnak tételez fel. Napi hozamok esetén, a becslési periódus hossza jellemzően 100 és 300 kereskedési nap közötti intervallumot ölel fel, míg havi adatok esetében ez 24 és 60 adatból álló periódust jelent. A pre- és post-ablakok mérete napi adatok esetében 21-től 121 kereskedési napig jellemző, míg havi adatok használatakor ez a kiterjedés 12 és 21 havi adat között van¹⁵.

Az alábbi ábra – a szakirodalomban alkalmazott tipikus minta-periódusokat feltételezve – szemlélteti az eseményablak elhelyezkedését:

¹⁵ Lásd Su (2003)

3. ábra: Az eseményablak elhelyezkedésének tipikus esete (az esemény időpontja t).



Noha az előbbieken úgy fogalmaztam, hogy az eseményablak elhelyezkedése minden részvény esetében azonos elven határozódik meg, lényeges kiemelni, hogy az esemény bekövetkezte – a kihirdetés napját tekintve – nem feltétlenül egyezik meg minden értékpapírnál, így ezen periódusokat „egymásra csúsztatva” kell az elemzést lefolytatni. Az eseményablak-elemzés tehát egy olyan technika, ahol azonos típusú, de valós időben máskor lejátszódó eseményeket egymásra vetítve vizsgálunk, és megpróbáljuk azonosítani az események közös jellemzőit.

A fentebb említett referenciahozam, vagy más néven normál hozam meghatározása a korábbi (becslési) periódusban realizálódott hozamalakulás figyelembevételével történik. A becslési periódus adatai alapján becsült várt hozamok generálására az irodalomban három modellt találhatunk: vizsgálhatjuk a *piac-kiigazított modellt*, az *átlag-kiigazított modellt*, valamint a *piaci modellt*.

A piac-kiigazított modell esetében a normális (várt) hozam megfelel a vizsgált tőkepiaci piaci indexéből számított piaci átlaghozammal, azaz

$$E(r_{it}) = \hat{r}_{it} = r_{mt} \quad (1)$$

ahol az i -edik részvény hozamát a t periódusban r_{it} , a piaci átlaghozamot az ugyanebben a periódusban r_{mt} jelöli.

Az átlag-kiigazított modellel kapott várt hozam a $t = 1, 2, \dots, T$ időperiódusra számított átlag hozamnak felel meg:

$$E(r_{it}) = \hat{r}_{it} = \bar{r}_i = (1/T) \sum_{t=1}^T r_{it} \quad (2)$$

Az eseménytanulmány-módszertanának megszületésekor Fama, Fisher, Jensen, és Roll (1969) az un. piaci modellt alkalmazta. Ennek lényege, hogy egy konkrét befektetés

(részvény) hozamát a piaci átlagos hozamot, mint magyarázó változót tartalmazó, kétváltozós lineáris regresszió-függvénnyel becsüli. A paraméterbecslést a legkisebb négyzetek módszerével (OLS) végezték; az alkalmazott regressziófüggvény:

$$E(r_{it}) = \hat{r}_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

ahol ε_{it} a szokásos tulajdonságokkal (fehér zaj) rendelkező véletlen változó. A piaci modell alap gondolatának megtartása mellett számos továbbfejlesztési változat látott napvilágot. A kritikák zöme a becslési módszer, illetve a specifikáció változtatását javasolta.

Az egyes tőkepiacokon jelenlevő kereskedési sajátosságok, vagy az értékpapírok forgalmának eltérő nagysága torzítást okozhat a becslés során, melyet ki kell igazítani. A továbbiakban két ilyen lehetséges kiigazító eljárást mutatok be, melyek az alacsony forgalmú részvények vizsgálata során jelentkező torzításokat hivatottak megszüntetni¹⁶.

A Scholes és Williams (1977) által ajánlott eljárás során három OLS becslést végeznek el a becslési periódusban:

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_{i1} + \hat{\beta}_{i1} r_{mt} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (4a)$$

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_{i2} + \hat{\beta}_{i2} r_{mt+1} \quad t = 1, 2, \dots, T-1 \quad (4b)$$

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_{i3} + \hat{\beta}_{i3} r_{mt-1} \quad t = 2, 3, \dots, T \quad (4c)$$

A kapott regressziós együtthatók és tengelymetszetek felhasználásával számoljuk ki a β^{SW} koefficiensét és a tengelymetszetet, és ezek alkotják a normálhozamot generáló modell paramétereit. A Scholes-Williams béta:

$$\hat{\beta}_i^{SW} = \frac{\hat{\beta}_{i1} + \hat{\beta}_{i2} + \hat{\beta}_{i3}}{1 + 2\rho_{mt}} \quad (5)$$

ahol ρ_{mt} az r_{mt} , azaz a piaci hozam idősorán számított autokorrelációt jelenti, melyet a $t = 2, 3, \dots, T-1$ időszakai értékek alapján számítunk.

A Scholes-Williams tengelymetszet becslése az alábbi módon történik:

$$\hat{a}_i^{SW} = \frac{1}{T-2} \left[\sum_{t=2}^{T-1} r_{it} - \hat{\beta}_i^{SW} \sum_{t=2}^{T-1} r_{mt} \right] \quad (6)$$

(5) és (6) felhasználásával meghatározható a várt hozamok Scholes-Williams becslése:

¹⁶ Léteznek olyan technikák is, melyek a nem szinkronizált kereskedésű részvények esetében használatosak, lásd pl. Kalman, Hawanini, Maier, Schwartz, Whitcomb (1983) a torzítás kiküszöbölése, de ezekkel tanulmányunkban nem foglalkozunk.

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i^{SW} + \hat{\beta}_i^{SW} r_{mt}$$

Egy másik megoldás a torzítás kiküszöbölésére a Dimson (1979) által javasolt kiigazítás, amely egy többváltozós regressziós becsléssel történik. A regresszióban a piaci hozam előző, jelen, illetve következő napi értéke szerepel magyarázó változóként, így mindegyikhez tartozik parciális regressziós együttható:

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{i1} R_{m,t-1} + \hat{\beta}_{i2} R_{mt} + \hat{\beta}_{i3} R_{m,t+1} \quad t = 2, 3, \dots, T-1 \quad (7)$$

A becsült iránytangensek összege alkotja a Dimson bétát, vagyis

$$\hat{\beta}_i^D = \hat{\beta}_{i1} + \hat{\beta}_{i2} + \hat{\beta}_{i3} \quad (8)$$

A Dimson által javasolt tengelymetszet becslés:

$$\hat{\alpha}_i^D = \frac{1}{T-2} \left[\sum_{t=3}^{T-3} r_{it} - \hat{\beta}_i^D \sum_{t=3}^{T-3} r_{mt} \right] \quad (9)$$

A Dimson esztimátor:

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i^D + \hat{\beta}_i^D r_{mt}$$

A torzítás kiküszöbölésének másik módját javasolja Varga és Rappai (2002). Tanulmányukban a hozamok modellezése során a véletlen változóra vonatkozóan GARCH-specifikációt javasolnak¹⁷, megállapítják, hogy az így felírt modellek hatékonyabb béta-becslést tesznek lehetővé. A GARCH-specifikáció lényege, hogy a (3) modell reziduális változójára vonatkozóan nem a fehér zaj specifikációt tételezzük fel, hanem annak varianciáját – a pénzügyi idősorokban gyakran kimutatható autokorrelált volatilitás kiküszöbölése végett – múltbeli innovációk osztott késleltetésű modelljeként vizsgáljuk (ahol $\rho(L)$ és $\theta(L)$ a szokásos késleltetési polinomok):

$$Var(\varepsilon_t | \varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots) \sigma_t^2 = \omega + \rho(L) \sigma_{t-1}^2 + \theta(L) \xi_t^2, \quad (10)$$

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

$$\begin{aligned} r_{it} &= \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_t \\ \sigma_t^2 &= \omega + \rho \sigma_{t-1}^2 + \theta \varepsilon_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (11)$$

¹⁷ Lásd pl. Engle (1982).

Elemzésemben a paraméterbecslés során a (11)-ben bemutatott specifikációt alkalmaztuk.

2.5.2 Abnormális hozam, illetve kumulált abnormális hozam

Valamennyi eddig tárgyalt becslési eljárás végterméke a várt hozam (\hat{r}_{it}), illetve az egyes periódusokban realizált tényleges hozam (r_{it}) különbségeként előállítható abnormális hozam, amelynek kalkulálása a pre-ablak első periódusától a post-ablak utolsó periódusáig történik. Az abnormális hozam számszerűsítése:

$$AR_{it} = r_{it} - \hat{r}_{it} \quad (12)$$

Annak érdekében, hogy az egyes részvényekre ható izolált híreket semlegesítsük, a vizsgálatot egyszerre több részvényen szokás elvégezni, így az összes részvény esetében az egyetlen közös hatás az EPS hír megjelenése lesz. Az átlagos abnormális hozam az eseményablakon belül egy napra:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (13)$$

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

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

$$CAR_i^{K,L} = \sum_{t=K}^L AR_{it} \quad (14)$$

Az egyedi részvényekre kalkulált CAR az esemény ablakon belüli átlagolásával az átlagos (piaci) CAR-t kapjuk meg, vagyis

$$CAR^{K,L} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i^{K,L} \quad (15)$$

A kumulált abnormális hozamok ábráját vizsgálva látható, hogy milyen mértékű volt a maximális eltérés, valamint milyen időtávon zajlott le a hír okozta hozam-változás „lecsengése”. A vizsgálat során tesztelni fogom, hogy vajon szignifikánsan eltérnek-e a CAR

értékek a 0-tól, azaz okoz-e a hír valóban extra nyereséget, illetve veszteséget azok számára, akik erre számítva kereskednek.

A világ különböző tőkepiacaira jellemző eltérő sűrűségű, illetve tartalmú információszolgáltatás ugyancsak problémát jelenthet a vizsgálatok megbízhatóságát illetően. Vannak olyan esetek, amikor a kérdéses esemény, sajtóban, hírként való megjelenése nem a kereskedés idején, hanem attól eltérő időpontban lát napvilágot. Ez az apró részlet jelentősen befolyásolhatja a következő kereskedési napon bekövetkező hatást, mellyel, ha nem számolunk, akkor a következtetések helytelenek lehetnek. Lehetséges, ugyanakkor, hogy a hír több kereskedési napon keresztül szivárog be a piacra formális csatornákon keresztül. Ez akkor lehetséges, ha mondjuk a negyedéves jelentések adatai nem szervezeten jelennek meg és a hivatalos szaklap egy nappal a megjelenést követően publikálja azokat. Ezen a problémák kiküszöbölése érdekében a két napos eseményablak kiterjesztést kell használni. Ennek értelmében

$$CAR_{i,-1,0} = AR_{i,t-1} + AR_{i,t} \quad (16)$$

vagyis az i részvény hírmegjelenést megelőző napon realizált abnormális hozamát hozzáadjuk a hírmegjelenés napján bekövetkező abnormális hozamhoz, ezzel egy kiterjesztett eseményablakot hozunk létre. A Budapesti Értéktőzsde esetén ez a probléma nem áll fenn, hiszen a börzén egy szinkronizált Internet alapú hálózat biztosítja az egyidejű megjelenést.

A várakozások, valamint a hír által generált reakció pontosabb összevetése érdekében csoportosítani kell a részvényeket a piaci várakozások alapján. A pozitív illetve negatív csoportba való sorolás a hírmegjelenés előtti piaci konszenzus, várakozások figyelembevételével történik. A piaci várakozást több féle képpen is lehet mérni, ugyanis alkalmazható az elemzők várakozásából számolt piaci konszenzus vagy az előző időperiódusban realizálódott mutató is. Ha ugyanis az előző periódus a jelenbeli realizációhoz képest magasabb, akkor a részvény a negatív portfólióba kerül és annak a csoportnak a kumulált abnormális hozamához járul hozzá. Ha a jelenben megjelent hír az előző perióduséhoz képest növekedést mutat, akkor viszont a részvény a pozitív csoportba kerül besorolásra. Ez a szétválasztás azt garantálja, hogy a pozitív illetve a negatív hírek által keltett abnormális hozamok nem oltják ki egymást, valamint következtetéseket vonhatunk le a befektetők viselkedésére vonatkozóan is. Nem biztos, ugyanis, hogy a pozitív hír ugyanazt a hatást váltja ki, mint a negatív hír. Ezt a feltételezést a következő részben empirikusan is megvizsgálom.

2.5.3 Adatok és empirikus vizsgálat

Az elemzés a Budapesti Értéktőzsdén forgó részvények közül az „A” kategóriás részvények egy csoportját vette figyelembe. Ennek oka egyrészt ezen részvények forgalmának megfelelően nagy mértéke, másrészt az adathozzáférés. A vizsgált részvények: Antenna Hungária, BorsodChem, Démász, Egis, Matáv, MOL, NABI, OTP, Pannonplast, Richter.

Az esemény, ahogy azt már többször is említettem az egy részvényre jutó jövedelem (EPS) kihirdetése. Ezt a mutatót negyedévente a gyorsjelentésekben jelentetik meg a vállalatok. Jelen esetben, ismét csak adathozzáférési okok miatt öt ilyen negyedéves jelentési periódust vontam vizsgálat alá. A periódusok 2002. I. negyedévtől 2003. III. negyedévéig tartanak (1Q02, 2Q02, 3Q02, 2Q03, 3Q03).

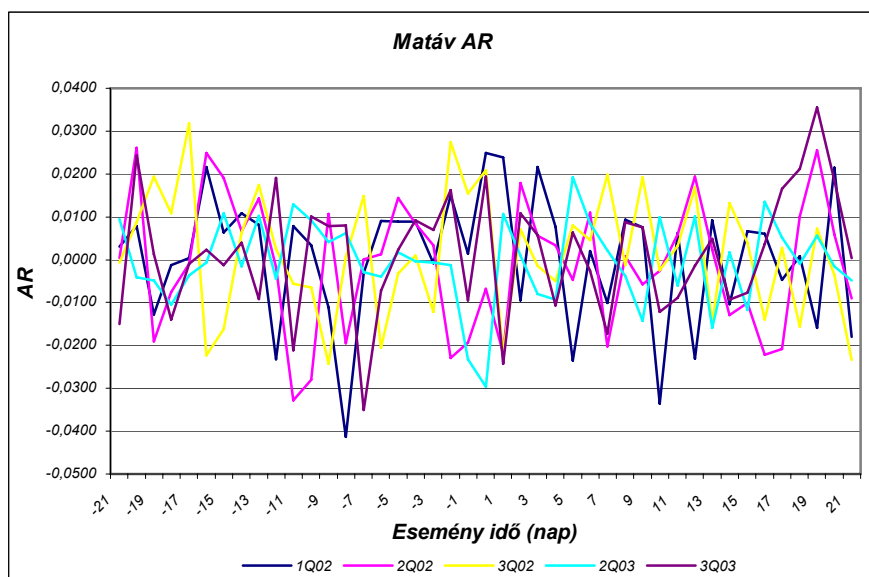
A részvények árfolyamadatait, illetve a gyorsjelentések pontos megjelenésének időpontját a Budapesti Értéktőzsde központi adatbázisából nyertem. A részvényt kibocsátó vállalatok negyedéves jelentéseit a www.portfolio.hu internetes újság adatbázisából töltöttem le.

Az eseményablak kialakítása során a pre-ablak és a post-ablak is egyaránt 21 napos kiterjedésű lett, míg a pre-ablakot megelőző becslési periódus hosszát 250 kereskedési napban határoztam meg. A becslést egyaránt elvégeztem hagyományos, illetve GARCH specifikációkkal is. A becslött paraméterek nem mutatott nagy eltérést, ebből következően a GARCH-specifikáció alapján becslött paraméter-értékekkel dolgoztam az abnormális hozamok és kumulált abnormális hozamok meghatározása során. Abban az esetben, ha valamelyik értékpapírra nem volt kereskedés, akkor az előző napi záróárfolyamot feltételeztem és így arra a kereskedési napra a hozam nullával lett egyenlő.

A részvények csoportosítását, pozitív illetve negatív várakozások szerint az előző negyedévi EPS mutató alapján végeztem el. Ha az előző EPS mutató a jelenleginél nagyobb volt, tehát csökkenés következett be, akkor a részvény a negatív csoportba került. Ezzel szemben, ha a növekedést tapasztaltam, az előző jelentéshez képest, akkor a részvény a pozitív csoportba került besorolásra. Ez természetesen azt jelentette, hogy minden portfólióalkotás során, tehát minden negyedévben, a csoportok tagjai mások voltak.

Elsőként tekintsük a vizsgálatba vont egyik legstabilabb forgalmú részvény, a MATÁV egyedi adatait! Az öt eltérő időpont köré rendezett -21 – 21 eseményablakok napi abnormális hozamait a (12) formula felhasználásával kaptam.

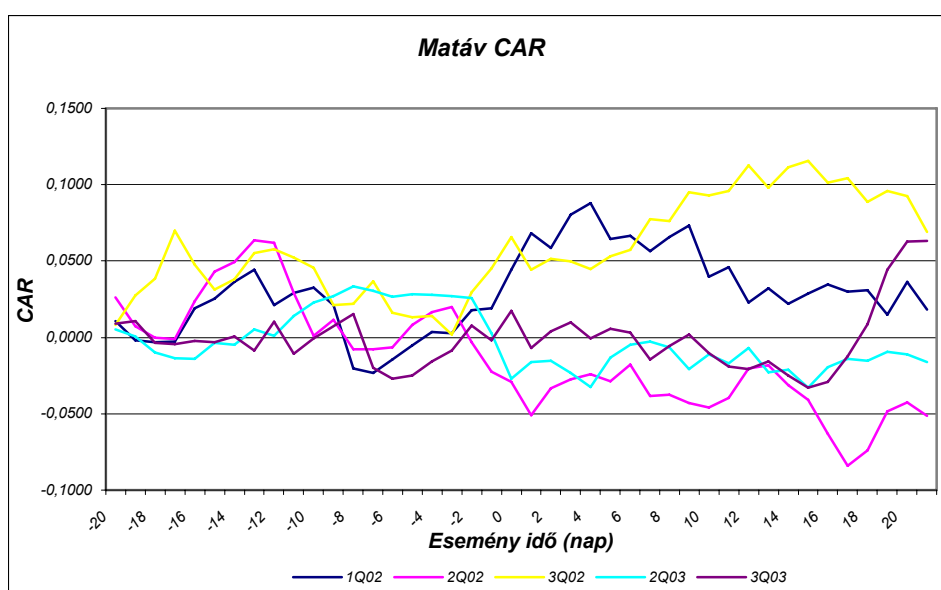
4. ábra: A MATÁV részvény árfolyamából képzett abnormális hozamok.



Az abnormális hozamok – valamennyi negyedéves jelentés köré szerkesztett eseményablakban – a -4% és +4% intervallumban szóródnak, az ábra alapján trendet nem tartalmaznak.

A 4. ábrán szemléltetett öt megfigyelésre a kalkulált abnormális hozamokat a (14) formula felhasználásával számítom, ahol a K a -21. nap az L , pedig a -20. naptól a 21. napig tartó időintervallumot öleli fel.

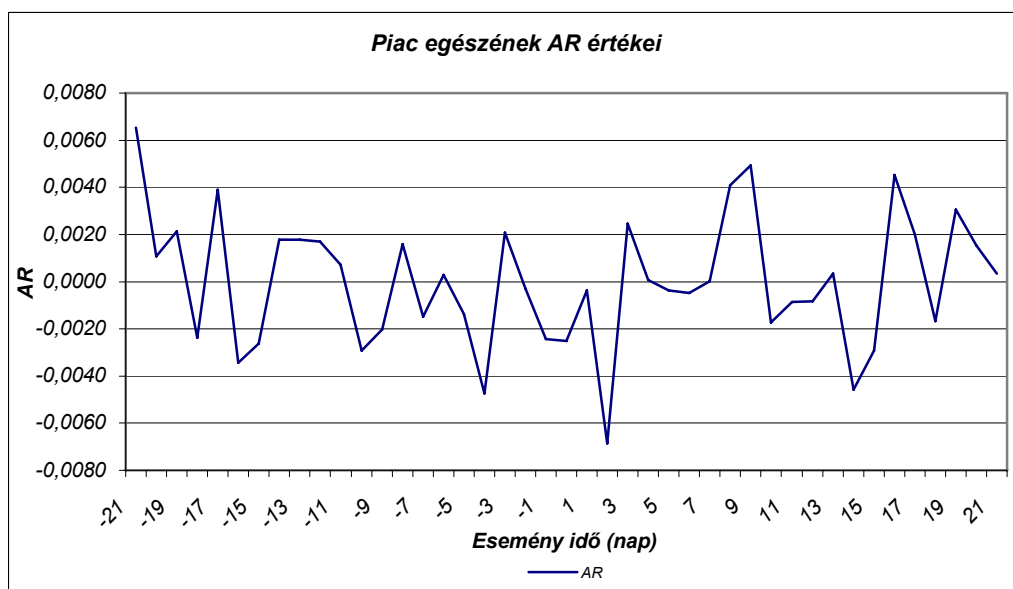
5. ábra: Kumulált abnormális hozamok a MATÁV részvényre.



A MATÁV részvények árfolyamai alapján képzett kumulált abnormális hozamok az eltérő időszakokban szinte teljesen eltérően viselkedtek; tulajdonképpen alig lehet közös vonást találni az idősorok között. Talán az egyetlen általánosan megfogalmazható megállapítás, miszerint a kumulált hozamok az esemény időpontjában gyakorlatilag a 0 körül szóródnak, valamint úgy tűnik – az öt eseményből legalább háromszor – a 21 napos post-ablak nem elégséges a hír teljes hatásának „lecsengetéséhez”.

Vizsgáljuk meg, mennyiben módosulnak az előző megállapításaink, ha a piac egészét¹⁸, és valamennyi „ablakot” aggregáltan kezeljük! Az eredményt a (13) formula felhasználásával kaptuk. Fontos megjegyezni, hogy a 6. ábrán a $t = 0$ nap (az EPS kihirdetésének napja) egy megfigyelésen (negyedéven) belül nem feltétlenül jelenti ugyanazt a naptári napot minden részvény esetében. Más szóval a $t = 0$ nap egy olyan „virtuális” időpont, mely az eseményt tekintve minden részvélynél megegyezik, de naptári nap szempontjából eltér. Továbbá a részvények közötti keresztmetszeti aggregáláson túl az öt megfigyelés (negyedév) összevonása is megtörtént, melynek eredménye a 6. ábrán látható grafikon.

6. ábra: A piac egészére vonatkozó abnormális hozamok.



Az ábrára tekintve tendenciát, illetve a pre-ablak és a post-ablak közötti jelentős eltérést nem fedezhetünk fel. Az idősor egészére elvégeztem a kiterjesztett Dickey-Fuller

¹⁸ Piac egésze alatt természetesen csak a vizsgálatba vont részvényeket tekintjük, ám az elemzésbe vont 10 részvény a tőzsdei kapitalizáció közel 60 %-át, a napi átlagos forgalom több mint kétharmadát teszi ki!

tesztet (trend és tengelymetszet nélkül), a stacionaritás tesztelése érdekében, melynek értéke¹⁹ -5,058; vagyis minden ésszerű szignifikancia szinten állíthatjuk, hogy az empirikus idősor 0 várható értékű, stacioner folyamatból származik.

Azzal, tehát, hogy az eseményablak $t = 0$ időpontjába a gyorsjelentésekben publikált EPS híreket helyeztem, azt vizsgálom, hogy vajon a tőkepiac megfelel-e a hatékony piacok hipotézis félig erős formájának. A fentiek szerint, mivel senki nem képes 0-tól szignifikánsan különböző extra hozam realizálására, a hír felhasználásával épített kereskedési stratégiákon keresztül, az árfolyamnak tökéletesen kell tartalmaznia az eseménnyel kapcsolatos információkat. Ebben az esetben ennek a feltevésnek kétféle implikációja van.

(1) A tőkepiaci szereplők tökéletesen képesek megbecsülni a részvényeket kibocsátó vállalatok következő negyedéves EPS mutatóját. Ezért azon részvények esetében, melyek csalódást okoznak (negatív csoport) a szereplők eladási nyomása az esemény bekövetkezése előtt (pre-ablak) az árfolyamot lefelé mozdítja, ezzel a kumulált abnormális hozamokat a negatív térbe szorítja le. Ezzel szemben a jól teljesítő részvények (pozitív csoport) árfolyamának emelkedése ennek a csoportnak az abnormális hozamait a pozitív térben tartja már a hírmegjelenést megelőzően is.

(2) Az ezt követő napok, tehát a hír megjelenése és a post-ablak napjainak, kumulált abnormális hozamai véletlenszerű mozgást kellene, hogy kövessenek, mely biztosítaná annak a feltételét, hogy hatékony kereskedési stratégia nem alkalmazható a hír ismételt felhasználásával.

Láthatjuk, hogy a piac egészére és valamennyi eseményablakra aggregálva az abnormális hozamok stacioner folyamatból származnak, vagyis úgy tűnik, mintha a hír bejelentése nem lenne lényeges eltérítő hatással a tőkepiaci eseményekre. Ez, tehát azt jelenti, hogy az abnormális hozamok alakulásának figyelembevételével nem építhető fel hatékony befektetési stratégia.

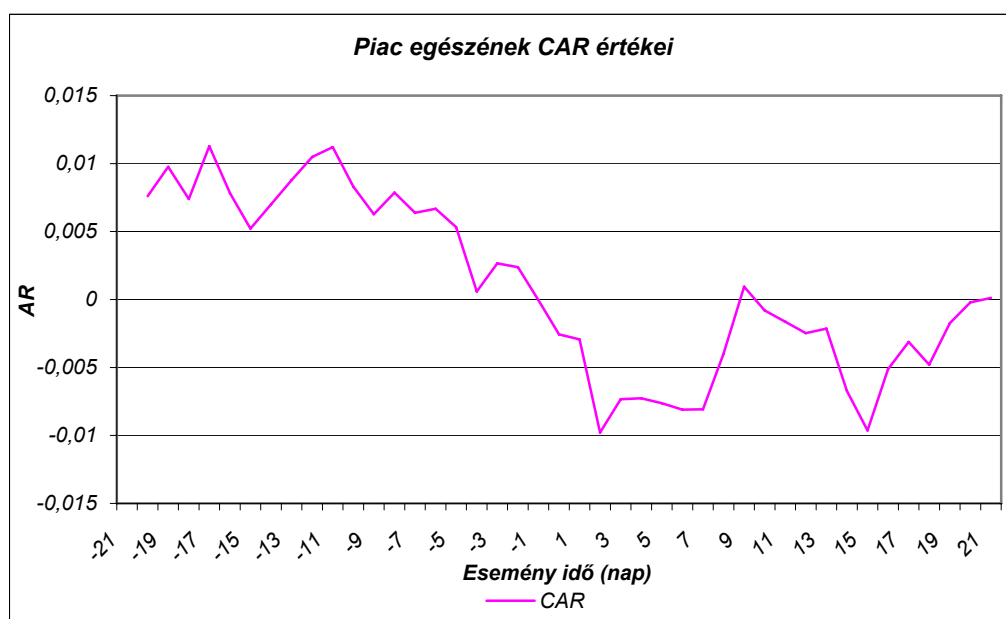
A következőkben az abnormális hozamok kumulálásával azt vizsgálom, hogy ez a stacioner tulajdonság fenn marad-e. Ha igen, akkor az információ beépülése hatékonyan megy végbe, ha viszont nem, akkor kereskedési stratégia alakítható ki, mely nyereséggel kecsegtet.

Az 7. ábrán bemutatott eredmény a (15) formula felhasználásával született, ahol a K és L értékek a MATÁV részvény vizsgálatokor használt értékekkel megegyeznek. A piac

¹⁹ A próbafüggvény empirikus értékének megítélésakor ne feledkezzünk meg arról a tényről, hogy mindössze 43 adatból áll a vizsgált idősor!

egészére számolt abnormális hozamhoz hasonlóan a $t = 0$ egy „virtuális” nap, mely az esemény szempontjából minden részvényre, valamint minden megfigyelésre (negyedévre) megegyezik, de naptári nap tekintetében eltér. Más szóval az eredmény a kumulált abnormális hozamok, részvények, valamint megfigyelések közötti keresztmetszeti aggregálásából származik.

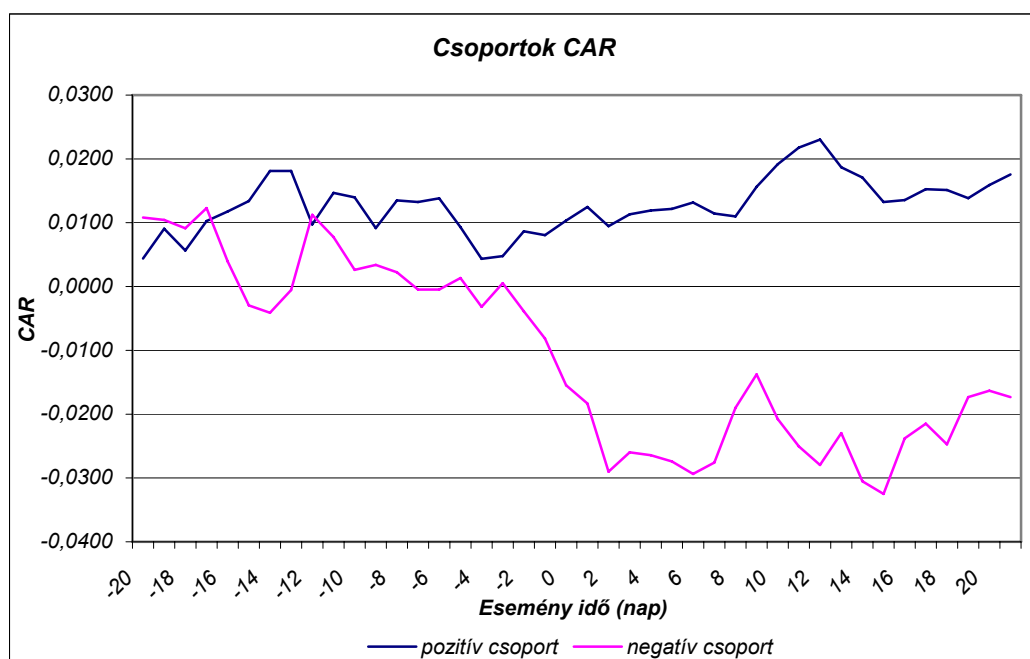
7. ábra: A kumulált abnormális hozam alakulása a piac egészére és valamennyi ablakra vonatkozóan.



A kumulált abnormális hozamok ábráját vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a piac egészén, az EPS bejelentésére várva optimális hangulat uralkodik. A pre-ablak abnormális hozam értékeinek kumulálásával mindvégig 0-t meghaladó (helyenként 1 %-ot is meghaladó) összhozamot látunk, vagyis a piaci modell által becsült hozamnál magasabbak a tényleges hozamok (az árfolyamok a becsültnél gyorsabban nőnek). Láthatjuk, hogy az abnormális hozamok kumulált értéke nagyságrendileg az esemény bekövetkeztét követően, majd a CAR érték – tendenciáját tekintve – negatív. A 7. ábra alapján úgy tűnhet, hogy a piac, a hír napvilágra kerülését követően – korigálja a korábbi optimista álláspontját.

Felmerülhet annak a lehetősége, hogy a fenti - korrekciót feltételező – kép azért alakul, mert a hírek általában „rosszak”, vagyis az EPS érték a vártnál alacsonyabb lesz. Ennek ellenőrzése érdekében megvizsgáltam, csoportokba rendezve, az elemzésbe vont részvényeket, ahol a csoportképző ismérv a hír tartalma volt. Az 8. ábrán elkülöníthetjük a pozitív hír, illetve negatív hírt esetén kumulált abnormális hozamokat:

8. ábra: Kumulált abnormális hozamok különböző csoportokban.



Láthatjuk, hogy a negatív csoport esetében a pre-ablak kezdetén a szereplők optimista várakozásai az árfolyamokat még magasan tartják egészen a 16. napig, amikor is egy hirtelen esés következik be. A jó eredményben való bizakodásuk a 14. napon tér vissza és egészen a 7. napig tart, melyet egy „racionális” periódus követ. Két nappal az eredmény publikálása előtt a szereplők bizalma elszáll és az árfolyamok esésnek indulnak. Ez a tendencia nem áll meg a nulla időpontban sem, ami azt jelenti, hogy a szereplők várakozásaiktól jóval elmaradó eredménnyel szembesülnek. A részvény árfolyama a post időszak második napján stabilizálódik és azt követően véletlen mozgást követ a negatív térben. Ez a kumulált abnormális hozam lefutás, hatékonyság szempontjából nem túl kecses, hiszen az előrelátás és az azonnali reakció nem teljesül. Ugyanakkor nem tekinthetünk el annak megállapításától sem, hogy úgy tűnik, a 21 napos post-ablak nem elégségesen hosszú ahhoz, hogy az abnormális hozamok kumulálásával keletkező extra hozam eltűnjön!

A pozitív csoport esetében a helyes anticipáció a (-21) – (-7) intervallumban jól látható, melyet a (-7) – (-3) időszakban egy bizalomcsökkenés követ. Ezen bizonytalankodás után, azonban a piaci optimizmus visszatér, melyet a pozitív EPS eredmény tovább erősít. A hozamok emelkedése, és ezáltal a kumulált abnormális hozamok növekedése, egészen a post-ablak 12. napjáig eltart, mely időpontot követően mozgása ismételtelen véletlenszerűvé válik. Ez az eredmény, ugyancsak a félig erős hatékonyság elvetését eredményezi, hiszen, ha egy szereplő a hírmegjelenést követő napon vásárol részvényt, mely a

pozitív csoportba tartozik, akkor egészen a 12. napig addicionális hozamemelkedéssel számolhat

Belátható, tehát, hogy a széles körben alkalmazott, eseménytanulmány-elemzés módszere a Budapesti Értéktőzsde viszonylatában is alkalmazható. Eredményeim, még ha nem is fedik le a börzén forgó részvények mindegyikét, azt mondhatom, hogy általánosításra adnak lehetőséget. Így, tehát azt lehet mondani, hogy a börze forgalmának nagyobb részét kitevő vállalati részvények esetében, az egy részvényre jutó jövedelem kihirdetése árfolyam befolyásoló tényezőként fogható fel. Más szóval kereskedési stratégia építés szempontjából releváns hírnek számít.

Az eredmény, ugyanakkor az általam használt eseményablak, és elsősorban a post-ablak, hosszának a rövidegéről tanúskodik. Az abban fedezhető fel, hogy a zérus CAR-hez való visszatérés nem következik be a (-21) napon belül, így ennek a post periódusnak a kiterjesztése szükséges a továbbiakban.

Eredményeim, továbbá arról tanúskodnak, hogy a BÉT esetében a hatékony piacok hipotézisének félig erős formája sérül, mely nem biztos, hogy korrigálna további részvények bevonásával, hiszen azok kereskedési intenzitása jóval elmarad az elemzés alá vontakétól.

2.6 Piaci torzulás, tulajdonosi érdekek sérülése, vállalatvezetői piacidózítás

A magatartási pénzügy legfőbb vívmánya, tehát annak az alátámasztása, hogy a befektetői érzelmek, valamint tökéletlen értékelési mechanizmusok eredményeképpen az eszközfolyamok eltérhetnek fundamentális értéküktől, továbbá, hogy ezen félreárazás a racionális befektetők reakcióiból adódóan fenn is maradhat. Annak ellenére, hogy akadémiai körök ezen alternatív hipotéziseket vitatják, felmérésekből kiderül, hogy a vállalatvezetői réteg döntéshozatala során figyelembe veszi a félreárazás tényét. Ez más szóval azt jelenti, hogy a vállalati pénzügyek területén megszokott optimalizáló modellek kiegészülnek a piaci félreárazást okozó tényezőkkel.

Modigliani és Miller (1958) szerint a vállalatok *osztalékpolitikája*, hatékony tőkepiacot feltételezve, irreleváns a vállalat részvényárfolyamának változása szempontjából. De vajon mi történik akkor, ha a hatékony tőkepiacra vonatkozó feltevést fellazítva megengedjük az árfolyamok fundamentálistól való eltérését, tehát a nem tökéletes árazási mechanizmusokat. Továbbá tételezzük fel, hogy a vállalatvezető tisztában van a befektetők

arázás során alkalmazott nem tökéletesen racionális döntési folyamataival és a vállalati pénzügyekkel kapcsolatos döntését az éppen aktuális befektetői hangulathoz igazítja. A vállalatok osztalékpolitikáját a szakirodalom széles körben tárgyalta már²⁰, Baker és Wurgler (2004) azonban a piaci hatékonyságra vonatkozó kikötés eliminálásán keresztül először bizonyította a befektetői irracionalitás vállalatok osztalékpolitikájára gyakorolt hatását. Baker és Wurgler elmélete szerint a vállalatvezetők az éves osztalék mértékét tudatosan az éppen aktuális befektetői igényekhez igazítják, a maximális részvényárfolyam elérése érdekében. A szerzők szerint a befektetői informátlanságból adódóan létezik egy időben változó kereslet a magas osztalékot fizető részvények iránt. Mivel a nem teljesen racionális befektetői gondolkodás fennmarad, így az arbitrázs folyamat nem képes megszüntetni a félrearázást. A racionális vállalatvezetők észlelve ezen folyamatot a piaci optimizmushoz igazítják osztalék-kifizetési döntéseiket. A szerzők modelljükben az árfolyamba beépítenek egy időben változó osztalékprémiumot, melynek mértéke determinálja az elvárt osztalékszintet. A prémium mértéke függvénye a befektetői hangulatnak, melyet a vezető képes észlelni. Ha az osztalék prémium mértéke magas, akkor a befektető a nagyobb biztonságot, tehát az alacsonyabb kockázatot, jelentő részvényeket részesíti előnybe, melyhez a magas osztalék is hozzájárul. Alacsony prémium esetén a piac a magasabb árfolyamnyereséget biztosító részvényeket részesíti előnyben, még az esetleges osztalék kifizetés hiányában is. Baker és Wurgler elmélete az úgynevezett *vállalatvezetői piacidőztés* (managerial market timing) koncepción alapul.

A vállalati osztalékpolitikához részben kapcsolódik a vállalatok *részvény visszavásárlási* döntése. Részvény visszavásárlási akciót elsősorban olyan vállalatok folytatnak, melyek részvényárfolyama alulértékeltnek ítélt a vállalatvezetők által és a többlet kereslet eredményeképpen árfolyam emelkedést kívánnak elérni. Ezen tevékenységet nevezik *árfolyam karbantartásnak*. Az árfolyam karbantartás hatékony piacot feltételezve nem lehet megfelelő eszköze az árfolyam pozitív irányba történő elmozdításának, hiszen egy ilyen esetben a többlet kereslet, valós értékváltozás nélkül nem gyakorolhat hatást az árfolyamra. Ha, tehát mégis a visszavásárlás hatására változik az árfolyam, valós vállalati értékemelkedés nélkül, akkor elmondható, hogy a piac nem volt racionális a vállalat fundamentális értékének megítélése tekintetében. A részvény visszavásárlás, rögzített osztalékpolitika mellett, a részvényeseknek juttatandó felhalmozódott készpénz eszköze is lehet. Kérdésként felmerülhet, hogy a vállalat miért nem osztalék formájában juttatja el részvényeseinek a

²⁰ Vállalatok osztalék kifizetési politikájával foglalkozó irodalom bemutatását Allen és Michaely (2002) tették meg.

felhalmozódott pénzeszközt? Dittmar (2000) szerint a válasz a részvényesek vállalati osztalékpolitikával kapcsolatos érzékenységében rejlik. A részvényesek, ugyanis hevesen reagálnak az osztalék csökkentésére, így a felhalmozódott készpénzt egy olyan csatormán kell kiáramoltatni, mely nem reguláris, hanem ad hoc jellegű. Ennél fogva, ha a következő periódusban a vállalat nem képes addicionális pénzkiáramoltatásra, akkor nem az osztalék szintjét kell csökkenteni, hanem a visszavásárlást elhagyni. Ezáltal a vállalat megítélése nem szenved csorbát. Bagwell (1991) továbbá azt találta, hogy a 80-as években a részvény visszavásárlás az igen aktív vállalati kontroll piaci²¹ visszafogását szolgálta.

Ez megint csak azt erősíti, hogy a vállalatvezetés képes megakadályozni egy olyan eseményt mely a vállalat belső értéke szempontjából releváns, nem utolsósorban a saját egzisztenciális biztonsága érdekében. Fontos észrevenni, hogy a vezetők fentebb említett akcióinak eredményességéhez szükség van a piacon olyan szereplőkre, akik a fundamentális értéket figyelmen kívül hagyva, csak és kizárólag irreleváns hírekre reagálnak.

Vállalatfinanszírozási döntések során ismét csak nagyon lényeges tényező a tőkepiacok relatív optimizmusa, alul- vagy felülértékelttsége. Miller és Modigliani szerint ez természetesen olyan kérdés, mely elméletük alapfeltevéseiből adódóan irreleváns, hiszen ők tökéletes piacot feltételeztek. Ezzel szemben, többek között Teoh, Welch, Wong (1998) bizonyították, hogy a vállalati részvénykibocsátás és a piaci hangulat között pozitív reláció létezik. Ez, tehát azt jelenti, hogy a vállalat akkor hajt végre addicionális részvénykibocsátást, más szóval pénzeszközt von be a további expanzió finanszírozására, amikor a részvényárfolyam a lehető legmagasabban áll. A felül-reakciót bizonyítandó a szerzők kimutatták, hogy a kibocsátást követően a realizált hozam jelentősen csökken, tehát az újonnan megjelenő részvény értéke nem emelkedik a kezdeti ütemben. Hosszabb távon hozam visszafordulást (return reversal) mutattak ki, mely a részvénybe fektetett bizalom folyamatos csökkenését jelentette.

A hazai vállalati környezetben is fellelhetők olyan vállalatvezetői nyilatkozatok, melyek egyértelműen a piaci irracionalitásra alapoznak. A Magyar Olaj és Gázipari NyRt. esetében, például a vállalatvezető a cég részvényeinek Varsói Értéktőzsdén történő bevezetése kapcsán úgy nyilatkozott, hogy bíznak a részvényárfolyam emelkedésében a varsói piac

²¹A vállalati kontrol piac (market for corporate control) a vállalatkormányzás egyik lehetséges mechanizmusa, amikor is a rosszul teljesítő vállalatot egyik eredményesebb versenytársa felvásárolja, továbbá a rossz eredményt produkáló vállalatvezetést elbocsátja. Ez, tehát a vezetőket vállalati érték maximalizálására – részvényesi érték maximalizálására – sarkalta.

magasabb likviditásából adódóan²². Ez a remény hatékony piacot feltételezve azért hiú, mert ilyen esetben az árfolyam emelkedést csak és kizárólag a vállalat fundamentális értékében bekövetkezett változás indukálhatja. Természetesen lehetséges, hogy a nagyobb likviditás tökéletesebb információáramlást idéz elő, lévén a varsói tőzsdén a nyugdíjalapok jelenléte nagyobb, mint a budapestin, de az International Federation of Stock Exchanges adatai szerint a budapesti piac likviditása felülmúlja a varsóiét²³.

A vállalatvezetői piacidőzítés egyik legekleatásabb példája a vállalat nevének egy adott piaci környezetben történő célzott megváltoztatása, a vállalat tevékenységének megváltoztatása nélkül. Cooper és szerzőtársai (2001) a technológiai buborék idején azt vizsgálták, hogy miként befolyásolja azon vállalatok részvényárfolyamát a névváltoztatás, mely során a cég név a „dotcom” kiegészítéssel bővül. Azt találták, hogy a hírmegjelenést követő 10 nap alatt a részvényárfolyam 74% felértékelődésen ment keresztül, mely jelenséget „dotcom” hatásnak nevezték el. Ez a hatás nem csak a felszálló ágon levő piac esetében figyelhető meg, hanem a buborék kipukkanását követő leszállóban is. Cooper és szerzőtársai (2005) azokat a vállalatokat vizsgálták, melyek elhagyták nevükből a „dotcom” kiegészítést, tehát „szakítottak” a drámai zuhanást elszenvedő technológiai piaccal. A szakítás természetesen csak látszólagos volt, hiszen a vállalat tevékenységében ismét csak nem állt be változás. A névváltoztatást követően a részvényárfolyam a következő 60 napos periódusban 64%-ot emelkedett.

A piacon jelenlevő befektető elsődleges érdeke a saját tulajdonosi jogainak védelme, tehát az, hogy a birtokában levő részvényekkel a lehetőség szerint a legmagasabb árfolyamon keressenek. Kérdés az, hogy a legmagasabb árfolyam elérése valós teljesítmény hiányában, pusztán vállalatvezetői piacidőzítésen keresztül érdeke-e a tulajdonosnak. Rövid távú befektetők, akik az irracionális hatások elmúlása előtt eladják részvényeiket, tehát profitálnak a torzításból, biztosan azt mondanák, hogy igen. Azonban figyelembe kell venni azon befektetői réteget, mely hosszú távú tulajdonlásra rendezkedett be, és az esetlegesen menedzseri időzítés nyomán kialakuló felülárazottságot követő korrekció csökkenti tulajdonának értékét.

²²Amikor ezek a döntések megszülettek (varsói értéktőzsdére történő bevezetés – BZs.), akkor alapvetően a magasabb részvényárfolyam iránti vágy dominált.” (VG, 2004. december 30., p. 11.)

²³Részvények forgási sebessége 2000-2004-es időintervallumban: BSE (85%, 49,3%, 70,5%, 58,3%, 62,6%); WSE (66%, 38,5%, 28,7%, 29,3%, 34,1%). www.fibv.com

A vállalatvezetők azon képessége, hogy általuk elképzelt irányba manipulálják az árfolyamszintet szoros összefüggésben van az árfolyamszinthez kötött javadalmazási rendszerrel, mely ezen vezetők egzisztenciális biztonságát szavatolja. Vállalatvezetői opciós programok a legjobb példái ennek az összefüggésnek, mely során a vállalatvezető a cég jövőbeni teljesítményével kapcsolatos várakozásokat manipulálja, mely az árfolyam emelkedését eredményezi. Természetesen léteznek olyan könyvelési technikák, melyek a jövőbeni jövedelem szintjét valós teljesítménynövekedés nélkül emelik, ugyanakkor törvényi szabályozást még nem sértenek, de a mai szóhasználatból élve ezen „kreatív könyvelési technikák” könnyen eredményezhetnek olyan problémákat, melyek az Enron ügryhöz hasonló botrányokkal végződnek.

A vállalatkormányzás lényege az aszimmetrikus információból adódó hátrányok leküzdése lenne, míg a vezetői piacidőzítés ezt a problémát nem hogy orvosolja, hanem sokkal inkább meglovagolja. Az átmeneti értéknövekedés, azonban nem jelentheti a dilemma feloldását, hiszen az értéknövekedés nyomán kialakuló piaci kitettség a tulajdonosok hosszú távú sebezhetőségét jelenti.

Illúzió lenne azt képzelni, hogy egy egyszerű tiltással, tehát törvényi szabályozással megakadályozható a vezetői piacidőzítés, hiszen hol lehet meghúzni a határt, melyik döntés minősül piacidőzítési döntésnek és melyik nem? Ugyanakkor törvényi tiltás nem szüntetné meg a piacokon időlegesen megjelenő irracionális viselkedést sem. Egy lehetséges megoldás, mely inkább csak egy a megoldás felé tett lépésnek nevezhető, a transzparencia növelése, az információszolgáltatás tökéletesítése, valamint az információáramlás elősegítése lenne.

3 Az intézményi tulajdonosok szerepvállalását befolyásoló tényezők

Az elmúlt évszázadban a vállalatok növekedésével, s külső finanszírozás megjelenésével a tulajdon és a vállalat irányítása szétvált. A tulajdonos a vállalat értékének minél magasabb szintjében, míg a vállalatvezető a tulajdonosok érdekeinek kielégítésében, mely nem feltétlenül jelenti a vállalati érték maximálását, s személyes jólétében érdekelt. A tulajdon és irányítás szétválása, az érdekkülönbség kialakulásán kívül, a vállalattal kapcsolatos információhoz való hozzáférésben is egyenlőtlenséget eredményezett. E problémákat az *érdekek konfliktusának*, s *információs aszimmetriának* nevezzük. Ahogy azt

már Berle és Means 1932-ben előrevetítette a kialakult helyzet csak úgy oldható fel, ha mindkét fél érdekei érvényesülnek, melyről egy folyamatosan működő rendszer gondosodik. Ezt a rendszert vállalatirányításnak nevezzük, mely Shleifer és Vishny (1997) definíciója szerint biztosítja a tőketulajdonosokat afelől, hogy befektetésük elvárt hozama realizálódjék, s a többletinformációval rendelkező vállalatvezetők ne éljenek vissza helyzeti előnyükkel.

A rendszert, mely a vállalatvezetőket visszatartja helyzeti előnyükkel való visszaéléstől, azaz a tulajdonosok kihasználásától két részre bonthatjuk. Belső mechanizmus alatt azokat a kontroll folyamatokat értjük, melyeket a vállalat belső szerkezete, valamint a vállalatok működésére, felépítésére vonatkozó törvényi szabályozások definiálnak (hazánkban ezt a feladatot a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény látja el). E belső tényezők közé az igazgatótanácsot (mely az Egyesült Államokban a tulajdonosok érdekvédelmét látja el), a felügyelőbizottságot (a kontinentális Európában székelő vállalatok szervezeti felépítésében található meg, funkciója megegyezik az Egyesült Államokban működő igazgatótanácséval), finanszírozási megállapodásokat, valamint bármely olyan szerződést soroljuk, mely a vállalat, s annak érdekeltjeivel jogviszonyt létesít. A rendszer külső pillérét olyan piaci folyamatok alkotják, melyek a vállalatvezetőket minél magasabb teljesítményre sarkallják, azaz a vállalat értékének maximálására kényszerítik. Ezek közé a termékpiacot, vállalatvezetői kontrollpiacot, s nem utolsó sorban az aktív tulajdonosokat soroljuk. Könnyen belátható, hogy az első két tényező szorosan összefügg. Abban az esetben ugyanis, ha a vállalatvezető helyzeti előnyével visszaélve, a vállalat által előállított termék/szolgáltatás minősége, piaci megfelelése helyett saját érdekeit érvényesíti, akkor a termék/szolgáltatás iránt csökken a kereslet, mely a vállalat pénzügyi teljesítményét rontja. A romló teljesítmény idővel a vezető állásába kerül, hiszen a tulajdonosok az éves tulajdonosi közgyűlésen dönthetnek a menedzsment leváltásáról. Ha a vezetés leváltása elmarad, s a romló teljesítmény tovább csökkenti a vállalat piaci értékét, akkor a vállalat könnyen felvásárlási célponttá válhat, mely ismét a vezetők pozíciójának megingását eredményezi. A vállalatfelvásárlást²⁴ nevezzük a *vállalatvezetői kontrollpiacnak*. A külső tényezők közül

²⁴ Magyarországon a közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról szóló 2007. évi CXVI. Törvény (közismertebb nevén Lex Mol) a vállalatirányítás eme piaci mechanizmusát erősen korlátozta. A Lex Mol a 2007. január 1-én hatályban lévő, az állam tulajdonában lévő vállalkozói vagyontulajdon értékesítéséről szóló 1995. évi XXXIX. Törvény mellékletében szereplő vállalatokra, felvásárlás esetén a következő szabályokat írja elő: (1) Az ajánlattevő cég (továbbiakban: vevő) az újonnan létrejövő vállalatra vonatkozó működési és üzleti tervet köteles készíteni, melyet a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletéhez történő benyújtás előtt a vevő igazgatóságának jóvá kell hagynia. (2) Az újonnan létrejött cégek kötelesek az igazgatóság és felügyelő bizottság napirendi pontjait, s az ülésre vonatkozó meghívót a Magyar Energia Hivatal (MEH) számára megküldeni. A MEH a bizottságokba köteles tanácskozási joggal szakembert delegálni, aki az üléseken született döntésekről a MEH-et tájékoztatja. (3) Az felvásárolandó (cél) vállalat alapszabályából törölheti azon passzusokat, melyek az igazgatóságnak, igazgató tanácsnak és felügyelő

tulajdonosi aktivizmusnak a kilencvenes években felerősödő leginkább pénzügyi intézményi befektetők²⁵ által folytatott tevékenységet nevezzük, melynek két formája létezik: közvetlen és közvetett. *Közvetett* aktivizmus alatt azt értjük, amikor az intézményi befektető aktív kereskedésével jelentős árfolyammozgást idéz elő, melynek előfeltétele a megfelelően nagy tulajdoni hányad. Ekkor az elégedetlen tulajdonos eladásai nyomán a részvényárfolyamra lefelé ható nyomás alakul ki, mely a vállalatot ismételten felvásárlási célponttá teszi. *Közvetlen* aktivizmusról akkor beszélünk, amikor az intézményi befektető közvetlenül beavatkozik a vállalat működésébe, mely történhet a vezetők elmozdításán keresztül. Ebben a részben ezzel a jelenséggel foglalkozom.

Az intézményi befektetők szerepvállalásának növekedése, mely a tőkepiacok jelentőségének, súlyának felértékelődésével párhuzamosan ment végbe, a vállalatkormányzás piaci modelljének dominanciáját eredményezte. Ahogy a tőkepiacok értékelő, információközvetítő funkcióját, egészen pontosan annak bizonyos körülmények között jelentkező hiányát az első részben elemeztem, ebben **a fejezetben az intézményi befektetők egyre dominánsabb szerepvállalásával kapcsolatos problémákra hívom fel a figyelmet. Vitathatatlan tény, hogy a kérdéses csoport tőkepiaci jelenléte szignifikánsan nőtt az elmúlt évtizedekben, ugyanakkor álláspontom szerint léteznek olyan külső és belső tényezők, melyek eme csoport vállalatkormányzásban betöltött szerepét, lehetőségeit limitálják.** Az intézményi befektetők tulajdonosi aktivitását befolyásoló tényezők a következők: **külső tényezők:** (1) portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezete, (2) intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya, s portfóliójukban lévő részvények hányada, (3) az általuk megvásárolható tulajdoni hányad nagysága, melyet törvényi előírások szabályoznak. **Belső tényezők:** (1) ügynök probléma és a befektetési feladatot végző érdekei, (2) potyautas probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága (3) a portfólió vállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások.

A fejezet első részében a fentebb felsorolt tényezőket tárgyalom, ezt követően pedig a tulajdonosi aktivizmus vállalati teljesítményre gyakorolt hatását empirikusan vizsgálom a

bizottságnak megtiltja a felvásárlási szándék kihirdetését követően a vállalat alaptőkéjének felemelését, valamint saját részvény megszerzését. (4) Az ajánlattételt követően 6 hónapig újabb ajánlat nem tehető. (5) A saját részvény megszerzésére vonatkozóan az alapszabályból eltörölhető a 10 százalékos korlát. (5) Az alapszabály előírhatja az igazgatósági tagok visszahívásához szükséges szavazati arányt.

²⁵ Pénzügyi intézményi befektetők alatt a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. Törvény alapján a hitelintézeteket, a befektetési vállalkozásokat, a befektetési alapokat, a befektetési alapkezelőket, a kockázati tőketársaságokat, kockázati tőkealapokat, a biztosítóintézeteket, az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakat, a magánnyugdíjpénztárakat, az Országos Egészségbiztosítási Pénztárat, és az Országos Nyugdíjbiztosítási Főigazgatóságot értjük. A dolgozatban ezt a szereplői csoportot röviden csak intézményi befektetőknek nevezem.

Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjrendszerének (CalPERS) szavazat visszatartási kampányán keresztül.

3.1 Külső tényezők

Ebben a részben azokat a faktorokat tárgyalom, melyek az intézményi tulajdonosok saját döntésüktől függetlenül teremtik meg vagy korlátozzák a tulajdonosi aktivizmus lehetőségeit. Elsőként a tőkepiacokon jegyzett vállalatokra jellemző tulajdonosi szerkezetet vizsgálom, s megállapítom, hogy a tulajdonosi aktivizmusnak csak a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező portfólió vállalatok esetében adódik tér az aktív tulajdonosi szerep vállalására. Meglátásom szerint a magas koncentrációjú tulajdonosi szerkezetben, a törvényi szabályozásból kifolyólag, alacsony tulajdonosi részesedéssel rendelkező intézményi finanszírozók lehetőségei limitáltak.

Elemzem továbbá a tőkepiacokon, az elmúlt évtizedekben, kialakult intézményi finanszírozók jelenlétét. Ez alapján kijelenthetnénk, hogy ennek a csoportnak komoly szerepe lehet a jegyzett vállalatok felügyeletében, hiszen súlyuk világszerte átlépte az ötven százalékos küszöböt. A kérdéses szereplői csoport portfólió összetétele, s a portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezetében betöltött szerepe alapján azonban megállapítom, hogy hiányzik az aktivizmushoz elengedhetetlen, megfelelően nagy tulajdoni hányad.

A harmadik részben az aktivizmust megalapozó megfelelően nagy tulajdoni hányad hiányát a törvényi szabályozás által előírt korlátokra vezetem vissza. Ezek a korlátok a portfólió vállalatokban szerezhető befolyást, valamint az intézményi finanszírozók részvénybefektetéseit maximálják. Elismerve a túlzott befolyásszerzésből adódó esetleges konfliktusokat, valamint a kellő mértékű diverzifikáció során jelentkező addicionális kockázatot, megállapítom, hogy a csoportba tartozó szereplők törvények adta lehetőségei nem megfelelőek a tulajdonosi aktivizmus gyakorlásához.

3.1.1 Tulajdonosi szerkezet, koncentráció

Az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmusának hatékonysága függ a portfólió vállalat tulajdonosi szerkezetétől. A tulajdonosi szerkezet alatt a tulajdonosok számát, s tulajdoni hányaduk nagyságát értjük. Ez alapján a szerkezet két szélsőség között mozoghat. Szétszórt tulajdonosi szerkezetről, mely az angolszász országok vállalataira jellemző, akkor beszélünk, ha nagyszámú, alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező tulajdonos birtokolja a vállalatot. Az alacsony tulajdoni hányad alatt azt az értéket értjük, mely a tulajdonos számára

nem teszi lehetővé az éves közgyűlésen történő javaslatvételt. A törvény ezt a szintet 5 százalékban határozta meg, mely esetén a tulajdonost blokktulajdonosnak nevezzük. Alacsony, azaz szétszórt tulajdonosi szerkezet esetén az egyes tulajdonosoknak érdekérvényesítő képessége alacsony, hiszen ahhoz, hogy javaslataik napirendre kerüljenek más tulajdonosokkal történő összefogásra van szükség. Az összefogás, azaz kooperáció egy likvid, nagy kapitalizációjú tőzsdén költséges és időigényes tevékenység.

A spektrum másik végén a magas tulajdonosi koncentrációjú vállalatok foglalnak helyet, mely elsősorban a kontinentális európai vállalatokra jellemző. Ezen vállalatok esetén nem csak a blokktulajdonos megléte, de a domináns tulajdonod jelenléte is megfigyelhető, mely 10 százaléknál magasabb tulajdoni hányadra értendő. Ebben a helyzetben a domináns tulajdonos érdekérvényesítő képessége „határtalan”, mely a tulajdonosok közötti kooperációt ismételtelen kizárja. A nagyon magas koncentráció ugyanakkor felveti a domináns tulajdonos által történő, kisebbségi tulajdonosokkal szembeni, visszaélés lehetőségét.

Világviszonylatban elvégzett, tulajdonosi szerkezetre vonatkozó, kutatás egészen a huszadik század végéig nem létezik, melyet La Porta és szerzőtársai (1999) pótolnak. La Porta és szerzőtársai 27 fejlett gazdasági környezetben tevékenykedő vállalatot vizsgáltak, s arra keresték a választ, hogy helytálló-e Bearle és Means (1932) tétele, mely szerint a fejlett vállalatoknál a tulajdonosi szerkezet szétaprózottsága határtalan lehetőséget biztosít a vállalatvezetők számára. Mindenegyik ország esetében a 20 legnagyobb tőzsdén jegyzett vállalatot vették figyelembe, hiszen ezeknél a legvalószínűbb az alacsony tulajdonosi koncentráció. Eredményeik teljes mértékben megdöntötték Bearle és Means hipotézisét, hiszen a szétaprózott tulajdonosi szerkezet kizárólag az Egyesült Királyságban jegyzett 20 legnagyobb vállalatra volt jellemző (lásd 2. táblázat). A mintát vállalat mérete és a tulajdonosi koncentráció szerint vizsgálva kiderült, hogy a két paraméter fordított arányban áll egymással, mely tulajdonság megegyezik a kontinentális európai megfigyelésekkel (Karsai, 2001)

2. Táblázat: A világ leggazdagabb országainak tőzsdéin jegyzett nyilvános vállalatok tulajdonosi végső (közvetlen és közvetett) szerkezete (maximum 20%-os tulajdoni hányad eloszlása).

Ország	Tulajdonos kiléte					
	Szórt	Család	Állam	Szórt intézményi befektető	Szórt vállalat	Egyéb
Argentína	0,00	0,65	0,15	0,05	0,15	0,00
Ausztrália	0,65	0,05	0,05	0,00	0,25	0,00
Ausztria	0,05	0,15	0,70	0,00	0,00	0,10
Belgium	0,05	0,50	0,05	0,30	0,00	0,10
Dánia	0,40	0,35	0,15	0,00	0,00	0,10
Dél-Korea	0,55	0,20	0,15	0,00	0,05	0,05
Egyesült Királyság	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Egyesült Államok	0,80	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00
Finnország	0,35	0,10	0,35	0,05	0,05	0,10
Franciaország	0,60	0,20	0,15	0,05	0,00	0,00
Görögország	0,10	0,50	0,30	0,10	0,00	0,00
Hollandia	0,30	0,20	0,05	0,00	0,10	0,35
Hong Kong	0,10	0,70	0,05	0,05	0,00	0,10
Izrael	0,05	0,50	0,40	0,00	0,05	0,00
Írország	0,65	0,10	0,00	0,00	0,10	0,15
Japán	0,90	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Kanada	0,60	0,25	0,00	0,00	0,15	0,00
Mexikó	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Németország	0,50	0,10	0,25	0,15	0,00	0,00
Norvégia	0,25	0,25	0,35	0,05	0,00	0,10
Olaszország	0,20	0,15	0,40	0,05	0,10	0,10
Portugália	0,10	0,45	0,25	0,15	0,00	0,05
Spanyolország	0,35	0,15	0,30	0,10	0,10	0,00
Svájc	0,60	0,30	0,00	0,05	0,00	0,05
Svédország	0,25	0,45	0,10	0,15	0,00	0,05
Szingapúr	0,15	0,30	0,45	0,05	0,05	0,00
Új-Zéland	0,30	0,25	0,25	0,00	0,20	0,00
Átlag	0,3648	0,3000	0,1833	0,0500	0,0500	0,0519

Forrás: La Porta és szerzőtársai 1999: „Ownership structure around the world”, Journal of Finance, p. 492.

Megjegyzés: a táblázat a legfeljebb 20 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkező blokktulajdonosok, országok és tulajdonosok kiléte szerinti megoszlását mutatja 1995 utolsó negyedében.

Az 2. táblázat szerint a sorban első Argentína esetében teljes mértékben szétszórt tulajdonosi szerkezettel rendelkező vállalat nem létezett, a vállalatok 65 százalékára a családi blokktulajdon, 15 százalékára az állami blokktulajdon, 5 százalékára a pénzügyi intézményi, míg 15 százalékánál egy másik vállalat által birtokolt blokktulajdon volt a jellemző. A spektrum másik végén az Egyesült Királyság tőzsdéjén jegyzett vállalatok találhatóak, hiszen ott nem létezik olyan vállalat, mely esetében jelen lenne 5 százalék tulajdoni hányadot elérő

tulajdonos. A 27 ország átlagát vizsgálva valóban kijelenthető, hogy a teljes mértékben szórt tulajdonosi szerkezet mindamelllett, hogy domináns – 36,5 százalék – nem kizárólagos, s nem sokkal nagyobb hányadot képvisel, mint a családi kategória – 30 százalék. Az intézményi befektetők lehetőségeit tovább csökkenti az alacsony blokktulajdonosi jelenlét, mely a 27 ország átlagában mindösszesen 5 százalékot mutat. Eme alacsony szint következhet a portfólió kialakítására vonatkozó törvényi előírásokból (a kérdéssel ebben a fejezetben részletesebben is foglalkozom), az intézmények diverzifikációra való törekvéséből vagy aktív kereskedési stratégiájából.

Dolgozatom szempontjából La Porta és szerzőtársai által végzett kutatás eredménye azt jelenti, hogy az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmusának eredményessége korlátos, hiszen eme tevékenység elsősorban szórt tulajdonosi szerkezet esetén érheti el hatékonyságának maximumát. Ekkor ugyanis nem létezik olyan blokktulajdonos, aki konfliktusba kerülhet a kérdéses csoporttal. A 2. táblázatot szemlélve arra a következtetésre juthatunk, hogy az intézményi befektetők számára a legnagyobb tér az angolszász országokban és Japánban adódik, hiszen ezekben az országokban a legjellemzőbb a szórt tulajdonú vállalat.

La Porta és szerzőtársai (1998) megállapítása szerint, melyet aztán az 1999-es kutatásukkal verifikáltak, a tulajdonosi szerkezet koncentrációja szoros összefüggésben van az országra jellemző jogrendszer minőségével, valamint a jogérvényesítéssel. Azokban az országokban, ahol a kisebbségi tulajdonosok védelme megfelelő, s érdekérvényesítő képességük hatékony, a szórt tulajdonosi szerkezet kialakulása jellemzőbb, szemben a gyenge kisebbségi tulajdonosi védelemmel rendelkező államokra. Ahol nem megfelelő a jogszabályi védelem és a jogok érvényesítése nehézkes ott a tulajdonosok érdekeik érvényesítése céljából megfelelően nagy tulajdoni hányad akkumulálását célozzák meg. La Porta és szt. (1998) tételét elfogadva azt mondhatjuk, hogy azon országok esetén, ahol a nem intézményi tulajdonosok dominanciája a jellemző az intézményi befektetők, tulajdonosi aktivizmus keretében történő, érdekérvényesítési lehetősége tovább korlátozódik. Az intézményi befektetők által történő domináns tulajdoni hányad megszerzésének ugyanakkor jogi korlátai vannak, melyeket ebben a fejezetben részletesebben is tárgyalok.

Kontinentális európai viszonylatban lényeges specifikum továbbá a családi dominancia is, mely könnyen kiolvasható a 2. táblázatból. Faccio és Lang (2001) 5232 darab nyilvános európai vállalaton végzett felméréséből kiderül, hogy a mintában szereplő vállalatok 44,29 százaléka családi tulajdonban van. Ezen vállalatok kétharmadánál a vállalat irányítása közvetlenül a domináns család kezében van, hiszen a vállalat vezetését a család

egyik tagja végzi. Egy ilyen helyzetben egy külső tulajdonos vállalatirányításba történő beleszólásának lehetőségei fokozottan limitáltak. Az érdekviszonyok megértése a kontinentális európai vállalatoknál azért is nehézkes mert a tulajdonlás sok esetben piramis szerkezetben, holding struktúrában vagy kereszttulajdonláson keresztül történik.

3. Táblázat: A legnagyobb végső (közvetlen és közvetett) tulajdoni hányad mediánja kilenc fejlett piacgazdasággal rendelkező ország nyilvános (nem pénzügyi) vállalatainál (százalék).

Ország	Vizsgált vállalatok száma	Medián
Ausztria	50	52,0
Belgium	121	50,6
-BEL 20	20	45,1
Németország	374	52,1
-DAX 30	30	11,0
Spanyolország	193	34,2
Franciaország – CAC 40	40	20,0
Olaszország	216	54,5
Hollandia	137	43,5
Egyesült Királyság*	250	9,9
USA – NYSE	1309	0**
- NASDAQ	2831	0**
- S&P500 ²	500	9,69
Közép- és Kelet-Európa ¹	169	29,46***
Magyarország – BÉT ²	168	42,2

Forrás: Becht, Röell, [1999], 1050. o..

¹ *Earle, Kucsera, Telegdy, [2005], 257. o.*

² *Bedő, Ács, [2007], 6. o.*

*Megjegyzés: * 250 vállalatból álló reprezentatív minta; **blokktulajdonos hiánya, azaz a tulajdoni hányad az 5 százalékos bejelentési kötelezettséget nem éri el; *** a mintában a következő tőzsdeindexek nyilvános vállalatai szerepelnek: BUX (Magyarország), WIG (Lengyelország), PX (Csehország), SBI (Szlovénia).*

A blokktulajdonosok jelenlétén és kilétén túl fontos kérdés a legnagyobb tulajdonosok birtokában lévő tulajdoni hányad nagysága is, ugyanis minél magasabb a legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányada, annál kisebb annak valószínűsége, hogy más blokktulajdonosokkal együttműködve hatást kíván gyakorolni a vállalatvezetésre. Ez egyben a tulajdonosi aktivizmus hatékonyságának sérülését jelenti. A 3. táblázatból ismét az olvasható ki, hogy a legnagyobb tulajdoni hányad a kontinentális európai vállalatokra jellemző. Ez,

tehát tovább erősíti a már előzőekben tárgyalt problémát miszerint az intézményi befektetők számára a kontinentális európai környezet nem ideális tulajdonosi aktivizmus folytatására, hiszen a túlzott tulajdonosi koncentráció „kiszorító” hatása érvényesülhet.

A tulajdonosi szerkezet szempontjából a fejlett és fejlődő államok tőzsdéin jegyzett nyilvános vállalatokat összehasonlítva arra a következtetésre juthatunk, hogy a koncentráció nem tér el szignifikánsan. Igaz ugyanakkor az, hogy a Budapesti Értéktőzsdén forgó cégek tulajdonosi koncentrátsága a kontinentális európai modellhez áll közelebb – 42,2 százalék – melyet Earle és szerzőtársai (2005) paneladatokon mértek, s Voszka (2000) eredményéhez – 50,9 százalék – közel állnak. A közép- és kelet-európai régió viszonylatában érdekes, hogy az átlagos koncentráció (29,46 százalék – Bedő, Ács, 2007) alacsonyabb mint hazánkban, melyet a varsói tőzsdén jelenlévő nagy számú intézményi befektetők, valamint a tőzsdén keresztüli privatizáció okozhat. Hazánkra ugyanis a kilencvenes években alkalmazott privatizációs eljárás a külföldi szakmai befektetők térnyeréséhez, s ezen csoport közel kizárólagos tulajdon szerzéséhez vezetett (Voszka, 1997). Hazánkban a tőzsdén kívüli cégeknél a koncentráció jóval meghaladja a jegyzett vállalatoknál megfigyelt szintet, hiszen a 100 legnagyobb hazai vállalat esetében a minta felénél egyetlen tulajdonos megléte volt a jellemző.

Az a tény, hogy az angolszász országokban működő vállalatok tulajdonosi szerkezete különbözik kontinentális európai társaiktól azt indukálja, hogy a vállalatkormányzás rendszere által megoldandó probléma is módosul. A szétszórt vagy ahhoz nagyon közeli struktúra esetén a konfliktus forrása a tulajdonosok alacsony érdekérvényesítő képessége, mely a vállalatvezetőkkel szemben jelentkezik. Ezzel szemben az európai magas koncentráció a konfliktus súlypontját áthelyezi a legnagyobb tulajdonosok és kisebbségi tulajdonosok viszonylatába, hiszen ekkor a vállalatvezetés elsősorban a legnagyobb blokktulajdonos irányítása alatt áll. A legnagyobb tulajdonos vállalatvezetés feletti befolyása kizárólagos előnyöket (private benefit of control) (Jensen, Ruback, 1983) biztosíthat számára, mely egyben a kisebbségi tulajdonosok érdeksérelméhez vezethet.

3.1.2 Intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya, s portfólióikban lévő részvények hányada

Az a megállapítás, melyet a portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezete alapján tettünk, - vagyis hogy az angolszász országokban a szórt, míg a kontinentális európai régióban pedig a koncentrált tulajdonosi szerkezet, s leginkább családok és más vállalatok dominanciája a jellemző – kiegészítésre szorul tekintetben, hogy a vizsgált tőkepiacokon melyik befektetői

csoport jelenléte a legnagyobb. Ennek vizsgálata azért lényeges, mert ha létezik olyan kör, mely tőkepiaci súlya szignifikáns, akkor eme szereplők befektetési stratégiájuk megváltoztatásával könnyen domináns tulajdonosokká válhatnak. Esetünkben ez azt jelenti, hogy ha az intézményi befektetők csökkentik portfóliójuk diverzifikáltsági fokát, akkor befolyásoló szerepet tölthetnének be egyes vállalatok működésében, melyhez az angolszász országokban alacsonyabb tulajdoni hányad szükségeltetne a kontinentális európai vállalatokkal szemben.

Az intézményi befektetők tőkepiaci jelenlétéről általánosságban elmondható, hogy az elmúlt 50 évben súlyuk szignifikánssá vált. Az Egyesült Államokban a huszonegyedik század elejére a tőzsdén jegyzett vállalatok részvényeinek több mint ötven százalékát birtokolták (lásd 3. táblázatot), míg súlyuk a huszadik század derekán a tíz százalékot sem érte el (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2003). A 4. táblázat hatodik oszlopában látható, hogy az intézményi befektetők tulajdoni hányada 2003-ra az Egyesült Államokban kibocsátott nyilvános vállalati részvények esetén megközelítette az ötven százalékot, mely szintet a következő évben átlépte, s ez év első felére túl is haladta. Fontos kihangsúlyozni, hogy ez az érték az összes nyilvános vállalatra értendő, s nem implikál befolyásszerzést, s ezáltal tulajdonosi aktivizmusra lehetőséget adó tulajdoni hányadot. Az ötven százalékos érték, s az a tény, hogy az intézményi finanszírozók tulajdonosi dominanciája csekély azt a megfigyelést támasztja alá, hogy ez a csoport a diverzifikált portfólióképzés stratégiáját követi.

Ha a kontinentális európai viszonyokat vizsgáljuk, akkor ennek az ellenkezőjét figyelhetjük meg. A 2. táblázat alapján megállapíthatjuk, hogy az intézményi befektetők portfólió vállalatok tulajdonosi struktúrájában betöltött szerepe Franciaország, Németország és Olaszország viszonylatában nagyobb volt mint az Egyesült Államokban, ugyanakkor tőkepiaci súlyuk elmaradt a tengerentúlitól. Beglőf (1997) felmérése szerint eme három országban a kilencvenes évek derekára az intézményi finanszírozók tőkepiaci súlya 20 százalék körül mozgott. Ez tehát azt jelenti, hogy az európai intézményi befektetők befolyásszerzésre törekednek, mely esetenként portfóliójuk diverzifikáltságának alacsony szintjét jelentheti.

4. Táblázat: Az Egyesült Államokban működő intézményi befektetők nyilvános vállalatok részvényeiben elfoglalt pozíciója.

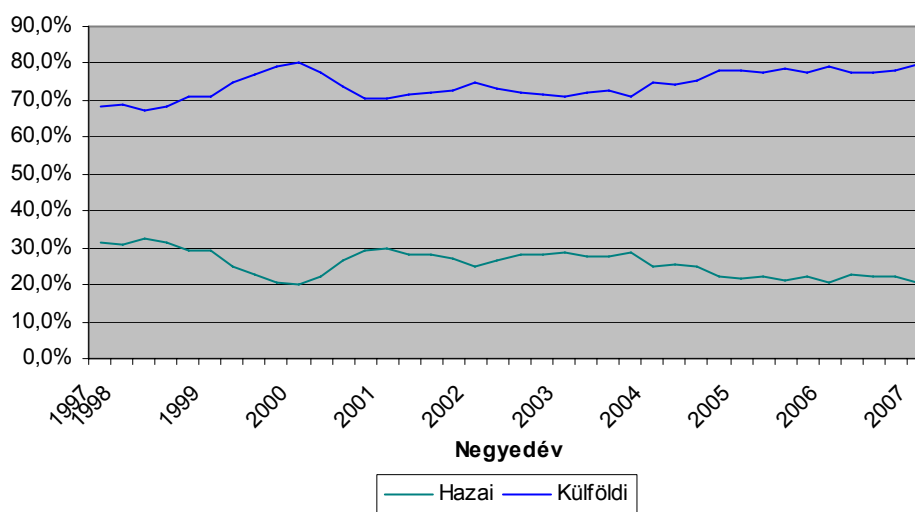
	Biztosítók	Magánnyugdíj-pénztárak	Állami nyugdíjpénztárak	Befektetési alapok	Összes részesedés
2000	6,16%	11,18%	7,37%	18,51%	43,22%
2001	6,43%	12,47%	8,23%	18,71%	45,85%
2002	7,24%	13,35%	8,88%	18,66%	48,13%
2003	7,06%	13,42%	9,10%	19,88%	49,46%
2004	7,22%	13,42%	9,24%	21,71%	51,60%
2005	7,48%	13,22%	9,46%	23,42%	53,59%
2006	7,90%	12,79%	9,44%	24,82%	54,96%
*2007	8,02%	12,78%	9,40%	25,47%	55,67%

Forrás: Flow of Funds, FED 2007 alapján saját számítás

*Megjegyzés: *-gal jelölt adat a tárgy év első negyedéves adata.*

Az intézményi befektetők csoportján belül az Egyesült Államok viszonylatában érdemes összevetni a 4-es és 6-os számú táblázatok adatait, hiszen abból kiderül, hogy míg a befektetési alapok súlya a legnagyobb (2007 első negyedévére 25 százalékot meghaladó), addig tulajdonosi befolyásuk elmarad más intézményi finanszírozókéétól (az 6. táblázat A paneljén az 500-as mintában egyszer sem szerepelnek mint legnagyobb blokktulajdonosok, míg az „intézményi befektetők”, mely a nyugdíjpénztárakat jelenti 85,23 százalékban a legnagyobb blokktulajdonosi szerepet játsszák). Ez egyébként nem meglepő, hiszen kutatások alátámasztották, hogy a vizsgált csoportban az állami nyugdíjpénztárak a legaktívabbak (Del Guercio, Hawkins, 1999). Nemzetközi viszonylatban ez az intézményi finanszírozók aktív tulajdonosi szemléletének pozitív irányban történő megváltozását is jelentheti, hiszen a Conference Board 2005-ös felmérése szerint a 25 legnagyobb USA-beli állami nyugdíjalap részvény portfóliójának 17,5 százalékát nemzetközi részvények tették ki. A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok részvényeinek tulajdonosi megoszlását figyelve a nemzetközi befolyás egyértelmű, melyet a 9. ábra mutat be. Az elmúlt tíz év távlatában a külföldi tulajdonosok súlya a 70-80 százalékos sávban mozgott, mely jelentősnek mondható, s felveti a nemzetközi tendenciákkal szembeni hazai kitétség problematikáját. Mivel 2005 első negyedévére állnak rendelkezésre megfelelő minőségű adatok erre az időszakra pontosan meghatározható a külföldi intézményi befektetők súlya. Ekkor tehát a külföldi tulajdonosok részaránya 78,3 százalék volt, mely érték 86,2 százaléka a külföldi pénzügyi vállalkozások tulajdoni részarányát reprezentálta. Ez tehát azt jelenti, hogy 2005 első negyedévében a külföldi pénzügyi vállalkozások a Budapesti Értéktőzsdén forgó részvények 67,5 százalékát birtokolták.

9. ábra: A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények összesített hazai és külföldi tulajdonosok szerinti megoszlása (százalék).

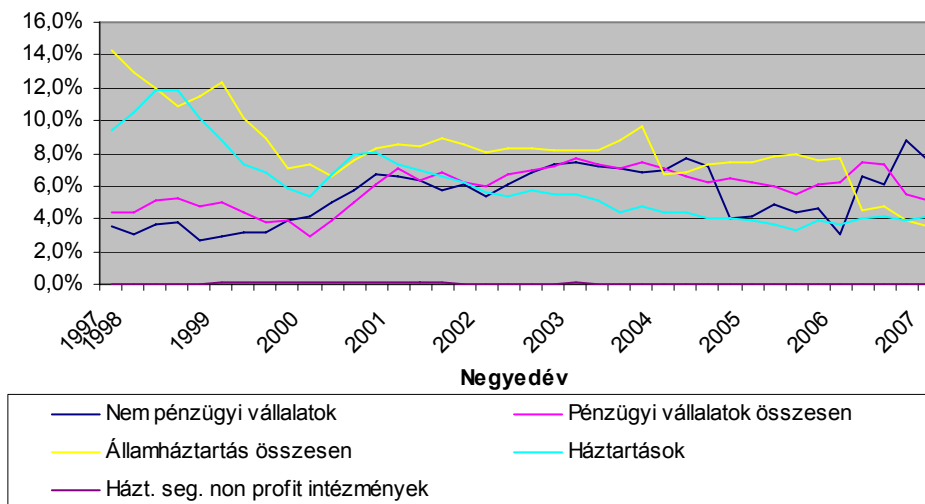


Forrás: MNB alapján saját számítás

A BÉT-en a hazai pénzügyi vállalkozások szerepe az elmúlt évtizedben nem változott jelentősen (lásd 9. ábra), hiszen súlyuk 4 százalékos körüli értékről 2006 második negyedévében 7,4 százalékos szintre emelkedett, majd 5 százalékos szintre süllyedt. A lakosság részvénybefektetései alakulását a pénzügyi vállalkozások hasonló investíciójával összevetve ellentétes tendenciát figyelhetünk meg, azaz ahogy a lakossági részvénytulajdonosok csökkentek, úgy növekedett az intézményi tulajdonosok részesedése. Ennek fő oka a befektetési jegyek népszerűségének növekedése, mely a lakosság tekintetében növekvő közvetett tulajdonviszonyt jelent. A külföldi, s hazai intézményi tulajdonosok 2005 első negyedévében összesen a bevezetett részvények 73,8 százalékát birtokolták.

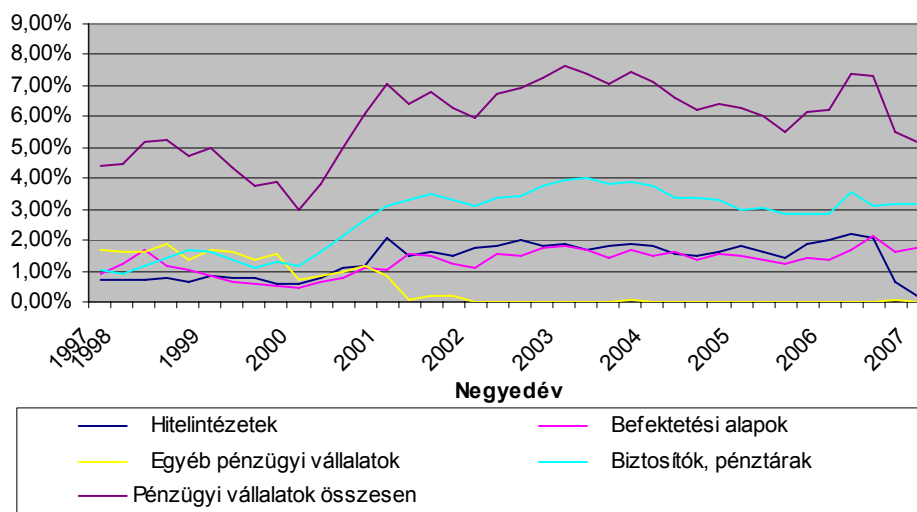
A hazai pénzügyi vállalkozások csoportját felbontva azt figyelhetjük meg (lásd 10. ábra) hogy a vizsgált időszakban a biztosítók és pénztárak súlya növekedett a legjobban, melyet a befektetési alapok állománya követett. A pénztárak kategória egy százalékról indulva (1997) 2003-ban elérte maximumát (3,95 %), majd 2007 első negyedévére 3,2 százalékosra csökkent. A második helyen a befektetési alapok állománya látható, mely ugyancsak 1 százalékról indult, 2006 harmadik negyedévére 2,15 százalékos szintet ért el, s mára 1,72 százalékos szinten áll.

10. ábra: A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények hazai tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (százalék).



Forrás: MNB alapján saját számítás

11. ábra: Tőzsdén jegyzett részvények tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (kizárólag hazai pénzügyi vállalatok) százalékos értékben.



Forrás: MNB alapján saját számítás

A BÉT-en megfigyelhető szignifikáns külföldi intézményi befektetői jelenlét a nem nyilvános, azaz tőzsdén nem jegyzett vállalatoknál már nem jellemző, melyet Vedres (2000) 1998-as adatai az 500 legnagyobb magyarországi vállalat viszonylatában alá is támasztanak. A mintában szereplő vállalatok részvényeinek mindösszesen 5 százalékát birtokolták külföldi pénzügyi vállalkozások, s a hazai intézmények részesedése sem haladta meg a 2 százalékot. Ezen vállalatokra leginkább a külföldi vállalatok tulajdonszerzése volt a jellemző, mely leginkább a stratégiai szakmai befektetők szerepvállalásában nyilvánult meg.

5. Táblázat: A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények külföldi (nem rezidensek) kategórián belüli tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (százalék) 2005. 1. negyedévében.

Tulajdonos típusa	Részarány
Nem pénzügyi vállalatok	12,9%
Hitelintézetek	57,5%
Befektetési Alapok	24,9%
Egyéb pénzügyi vállalatok	3,8%
Biztosítók, nyugdíjpénztárak	0,0%
Pénzügyi vállalatok összesen	86,2%
Központi kormányzat	0,0%
Helyi önkormányzatok	0,0%
Társadalombiztosítási alapok	0,0%
Háztartások	0,9%
Háztartásokat segítő nonprofit intézmények	0,0%
Összesen	100,0%

Forrás: MNB (2005/1) alapján saját számítás

A már tárgyalt tulajdonosi szerkezet, illetve annak koncentrációja, valamint az intézményi tulajdonosok tőkepiaci jelenlétén túl a befolyással rendelkező tulajdonosok kiléte is kardinális kérdés a vállalatirányítás elemzése szempontjából. Eme vizsgálati aspektus jelentősége könnyen belátható, hiszen a különböző típusú tulajdonosi csoportokhoz tartozó blokktulajdonosok befektetési horizontja, szakmai tudása, belső szervezeti felépítése – érdekrendszerek, kultúra – eltérő, s ezáltal a portfólió vállalat működésébe történő beleszólás, azaz a tulajdonosi fellépés sem egyezik meg. Egy adott tulajdonosi csoport befolyása, s annak mértéke is eltérő hatást gyakorolhat a vállalat teljesítményére. Morck és szerzőtársai (1988) kimutatták, hogy belső tulajdonos – ez esetben vállalatvezetői tulajdonlást jelent – vállalatteljesítményre gyakorolt hatása nem monoton: alacsony koncentrációnál pozitív, magasnál negatív, míg a maximum koncentrációnál ismét pozitív értékbefolyásoló hatás érvényesül. Vizsgálatuk, így egy N-alakú függvényt eredményezett. Ezzel szemben, s Morck és szerzőtársai eredményét kiegészítve Cui és Mak (2002) vállalatvezetői blokktulajdonlás esetén a koncentráció és teljesítmény viszonylatában W-alakú függvényre jutottak. A W-alakú függvény ugyanakkor a K+F intenzív iparágakban működő vállalatokra volt jellemző, mely azt implicálja, hogy a blokktulajdonos kiléte és a vállalat tevékenysége, azaz az iparág között szoros kapcsolat létezik. Del Guercio és Hawkins (1999) a nyugdíjpénztárak körében végzett vizsgálata során arra az eredményre jutottak, hogy az Egyesült Államokban működő állami-nyugdíjpénztárak vezetői, politikai ambícióikból adódóan, többnyire a nyilvános fellépést választják, mely hatása esetenként kontraproduktív. Mivel a magán-nyugdíjpénztárak vezetői

megmaradnak a magánszektorban, így számukra az informális, „kulisszák mögötti” alku sokkal inkább elfogadható eszköze a tulajdonosi aktivizmusnak. Bhagat és szerzőtársai (2004) az 1983-1995 időperióduson végzett elemzése az intézményi tulajdonosok szerepnövekedését mutatta ki, azonban megítélésük szerint ezt a csoportot nem tekinthetjük „aktivistának”, mert tulajdonosi részesedésüket túl gyorsan likvidálják, így nem áll rendelkezésükre elegendő idő a fellépés kivitelezésére.

6. Táblázat: Az Egyesült Államokban és Közép- és Kelet-Európában jegyzett tőzsdei vállalatok blokktulajdonosi megoszlása 2005 harmadik negyedében.

Panel A: S&P500-as vállalatok (N = 500)					
Type		B ₁	B ₂	B ₃	Összesen
Intézményi	Vállalatok száma	381	259	151	791
	Súlyuk	85,23%	83,01%	82,97%	84,06%
Belső	Vállalatok száma	66	30	9	105
	Súlyuk	14,77%	9,62%	4,95%	11,16%
Bef. Alap	Vállalatok száma	0	23	22	45
	Súlyuk	0,00%	7,37%	12,09%	4,78%
Összesen		447	312	182	941
Panel B: Közép- és Kelet-Európa (N = 169)					
Type		B ₁	B ₂	B ₃	Összesen
Intézményi	Vállalatok száma	9	37	32	78
	Súlyuk	5,3%	21,9%	18,9%	20,8%
Belső	Vállalatok száma	156	84	53	293
	Súlyuk	92,3%	49,7%	31,4%	78,1%
Bef. Alap	Vállalatok száma	0	3	1	4
	Súlyuk	0%	1,8%	0,6%	1,06%
Összesen		165	124	86	375

Forrás: Reuters és Business and Company Resource Center alapján saját számítás

Megjegyzés: a B₁, B₂, B₃, kategóriák az első három legnagyobb blokktulajdonost reprezentálják. A minta (N) 500 Egyesült államokban és (N) 169 Közép- és Kelet-Európában jegyzett vállalatot tartalmaz.

Elfogadva az egyes tulajdonosi csoportok eltérő érdekeltségét, motivációját az 5. számú táblázat alapján könnyen belátható, hogy a vállalatirányítás problematikája jelentősen különbözik az Egyesült Államok és Közép- és Kelet-Európa (KKE) viszonylatában. Mindhárom tulajdonosi szint tekintetében fordított a helyzet, azaz, míg az USA-ban az intézményi befektetők (befektetési bankok, nyugdíjpénztárak) köréből kerülnek ki a legnagyobb tulajdoni hányaddal rendelkező részvényesek, addig a KKE régióban a belső részvényesek dominálnak. Mindkét régióban a befektetési alapok alacsony blokktulajdonosi jelenléte a portfólió diverzifikáló befektetési stratégiáról tanúskodik, míg a nyugdíjpénztárak

számталanszor dokumentált aktív fellépését az USA esetében a nyolcvan százalék körül szóródó értékek alátámasztják.

7. Táblázat: Részvények aránya az intézményi befektetők vagyonában 2007 második negyedévében.

Panel A: Hazai			
Intézményi befektető típusa	Részvényvagyont értéke (millió HUF)	Összes vagyon értéke (millió HUF)	Részvények aránya az összes vagyonból (%)
Befektetési alapok	139 271,3	2 463 913,2	5,65%
Pénztárak	152 649,3	1 616 630,2	9,44%
Biztosítók, Unite linked termékek	56 311,7	196 620,4	28,64%
Biztosítók, egyéb vagyon	6 785,5	579 467,6	1,17%
Egyéb	2 893,6	270 324,2	1,07%
Összesen	357 911,5	5 126 955,6	6,98%
Panel B: Külföldi			
Intézményi befektető típusa	Részvényvagyont értéke (millió HUF)	Összes vagyon értéke (millió HUF)	Részvények aránya az összes vagyonból (%)
Befektetési alapok	248 411,7	353 652,0	70,24%
Pénztárak	261 658,9	287 927,5	90,88%
Biztosítók, Unite linked termékek	158 157,7	205 789,2	76,85%
Biztosítók, egyéb vagyon	7 186,6	40 454,9	17,76%
Egyéb	2 507,7	17 080,4	14,68%
Összesen	677 922,6	904 904,1	74,92%

Forrás: BAMOSZ alapján saját számítás

Összességében a magyarországi intézményi befektetők alacsony tulajdonosi részesedése nem meglepő, hiszen portfóliójuk mindösszesen 6,98 százalékát fektetik tőzsdei részvényekbe (lásd 7. táblázat). Eme csoporton belül, részvénybefektetéseik alapján a biztosítóktól és nyugdíjpénztáraktól várható el leginkább az aktív tulajdonosi szerepvállalás, azonban tudvalevő, hogy a pénztárak vagyonkezelését a többnyire passzív alapkezelők végzik. A Magyarországon bejegyzett, de külföldi részvénybefektetéssel élő intézményi befektetők tekintetében (lásd 7. tábla, Panel B) a kép már sokkal biztatóbb lenne (74,92 százalék), ha ennek az értéknek túlnyomó része nem más alapok befektetési jegyeiben lenne

allokálva. A „képszerűen közvetett” tulajdonlás teljes mértékben kizárja az aktív tulajdonosi fellépést.

Összefoglalásul, tehát elmondható, hogy az intézményi befektetők tőkepiaci súlya az elmúlt évtizedekben szignifikánssá vált, azonban a portfólió diverzifikálás kockázatcsökkentő hatásával élve nem jellemző a portfólió vállalatokban képződő koncentrált tulajdoni hányad. Az Egyesült Államokban működő intézményi finanszírozók részvénybefektetései nagyobb arányban eredményeznek blokktulajdonosi szerepet mint a kontinentális európaiaké, valamint az európai portfólió vállalatokra a belső blokktulajdonos befolyása a jellemző, mely tovább szűkíti az intézményi finanszírozók mozgásterét. Így kijelenthető, hogy a vizsgált csoport tulajdonosi befolyása, mely a blokktulajdonlásból adódik nem elégséges az aktív tulajdonosi szerepvállaláshoz.

3.1.3 Portfólió kialakítására, s befolyásszerzésre vonatkozó szabályok

Az elmúlt másfél évtizedben az intézményi befektetők részvénybefektetésének, s az általuk kezelt vagyon értékének megnövekedése a portfólió kialakítására vonatkozó szabályok folyamatos változását hozta. A vonatkozó törvények két szempontot vesznek figyelembe: az egyik a befektetők védelme, a másik a portfólió vállalatok függetlenségének megőrzése. A szabályozó biztosítani akarja a *diverzifikáció* megfelelő fokát annak érdekében, hogy a portfóliók kitettsége csökkenjen, s ezáltal az intézményekbe befektetők kockázata elfogadható legyen. A törvényhozó továbbá el akarja kerülni az intézményi befektetők, portfólió vállalatokban történő, túlságosan magas tulajdonszerzését. A befolyásszerzés fokának alacsony szinten történő tartásával feltehetően a vállalatok üzletmenetébe történő beleszólást kívánt korlátozni a törvényhozó. Mivel a részvénybefektetés nemzetközi és hazai szinten is jellemzően a befektetési alapok, nyugdíjpénztárak és üzleti biztosítók portfóliójában található meg, így a következőkben ezen csoportokra vonatkozó szabályozást tekintem át.

Mielőtt a szereplői csoportokra vonatkozó limiteket, s azok implikációit tárgyalnám ismertetem a 2003 nyarán életbelépett új szabályozás nyomán kialakult, befektetési alapokra vonatkozó, csoportosítást. Különbséget kell tenni befektetési alapok között aszerint, hogy szervezetük, s befektetési tevékenységük megfelel-e az Európai Parlament és Tanács 2005/1/EK irányelvének, mely az 1985. december 20-ai 85/611 EGK irányelvet módosította. Azokat a befektetési alapokat, melyek megfelelnek a 85/611 EGK irányelvnek átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásoknak (ÁÉKBV, undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS) nevezzük, melyek a 2001. évi

CXX. Tőkepiacról szóló törvényben európai befektetési alap néven szerepelnek. Ezzel szemben azok az alapok, melyek nem felelnek meg a már említett irányelvnek a NON-UCITS kategóriába kerültek, mely a törvényben „befektetési alapnak” felel meg²⁶.

Hazánkban a törvényi változás számos, az aktív tulajdonosi szerepvállalás szempontjából pozitív fejleményt hozott. Míg a befektetési alapoknál 2001-ben még a 5:10-es szabály működött (Karsai, 2001), addig napjainkban, a honi szabályozás, s az Unió irányelveinek megfelelően az intézmények mozgásteret jelentősen megnövekedett. Az úgynevezett 5:10-es szabály szerint a befektetési alapok tőkéjük legfeljebb 5 százalékát helyezhetik el egy adott kibocsátó azonos fajtájú értékpapírjába, mely esetünkben vállalati részvényt jelent. Ha az alap egy adott kibocsátótól eltérő fajtájú értékpapírt vásárolt, akkor a határérték 10 százalékra módosult. Az 5:10-es szabályból a 10 azt jelenti, hogy az alap nem szerezhethet 10 százalékot meghaladó befolyást egy adott kibocsátóban, azaz összesített (közvetlen és közvetett) tulajdoni hányada nem haladhatja meg a vállalat össz-tőkéjének 10 százalékát. A 2003-as jogszabály módosításkor a befolyásszerzésre vonatkozó 10 százalékos korlát nem változott, ellenben az befektetési alap portfólió összetételére vonatkozó előírások jelentősen módosultak, melyet a 8. táblázat foglal össze. Eszerint nyilvános nyílt végű befektetési alap megfelelően likvid tőzsdei értékpapír esetén (a törvény nem tesz különbséget A és B kategóriás részvény között), amennyiben a részvények egy azon kibocsátótól származnak, az alap összvagyonának 15 százalékát teheti ki. Ez tehát azt jelenti, hogy a jogszabályváltozás 5-ről 15 százalékra növelte ezt a korlátot, mely zárt végű alapoknál további öt, azaz 20 százalékot jelent. A befektetés kockázatának növekedésével természetesen a portfólió elem megengedett hányada is csökken, hiszen a kérdéses hányad tőzsdei bevezetés előtt álló vállalatoknál 10 – 10 százalék, míg tőzsdén nem jegyzetteknél pedig 2 – 10 százalék (nyilvános nyílt és zárt végű befektetési alapok). Ha a befektetési alap portfóliójában több olyan kibocsátó részvénye is megtalálható, melyek aránya 10 és 15 százalék közé esik, akkor ezen kibocsátók értékpapírjának összértéke nem haladhatja meg az alap összvagyonának 40 százalékát. Míg a 40 százalék a nyílt végű alapokra vonatkozik, addig a zárt végűeknél a megengedett érték az alap összvagyonának 60 százaléka. Az összesített limit a kockázatosabb befektetések felé haladva természetesen csökken, megteremtve ezzel a biztonságosabb befektetés, azaz a diverzifikáció lehetőségét. A táblázat f) sorában az alapokba befektető alapok kategóriát találhatjuk, mely ugyancsak közvetett tulajdonosi befolyást tesz lehetővé a befektetési alap számára. Ez esetben azonban a alapba befektető alap összvagyonának

²⁶ A továbbiakban a UCITS-okat európai befektetési alapoknak, s a NON-UCITS-okat befektetési alapoknak fogom nevezni.

valamint a portfólióban szereplő alapban meglévő részvényhányadnak megfelelően magasnak kell lennie ahhoz, hogy az alapba befektető alap beleszólhasson a portfólió vállalatok döntéshozatalába.

8. Táblázat: Befektetési alapok és európai befektetési alapok portfólió összetételére vonatkozó korlátok százalékban.

	Alap típusa			
	nyilvános, nyílt végű értékpapír	nyilvános, zárt végű értékpapír	Indexkövető európai befektetési alap	Európai befektetési alap
Saját tőkére vetített, egy kibocsátóra vonatkozó limit				
a) megfelelően likvid tőzsdei értékpapírok	15%	20%	20%*	10%
b) egyéb tőzsdei értékpapírok, a 275. § b) pontja szerinti értékpapírok, nyilvános nyílt végű kollektív befektetési értékpapírok	10%	10%		
c) tőzsdén nem jegyzett értékpapírok	2%	10%		
Saját tőkére vetített, összesített limit				
d) „b” sor szerinti limitet meghaladó, megfelelően likvid tőzsdei értékpapírok	40%	60%		40%
e) tőzsdén nem jegyzett értékpapírok	10%	30%		
f) kollektív befektetési értékpapírok, kivéve a nyilvános nyílt végű kollektív befektetési értékpapírokat	5%	20%		20%
Saját tőkére vetített, egyéb limit				
g) azonos sorozatba tartozó állampapírok	35%	35%		

Forrás: 2001. évi CXX. Tőkepiacról szóló törvény 20. számú melléklete

**35%-ra emelhető a korlát amennyiben az alap olyan index leképezésére jött létre, amelyben egy kibocsátó által kibocsátott részvény súlya meghaladja a húsz százalékot*

Az UCITS-okra, azaz európai befektetési alapokra vonatkozó szabályozás kisé eltér a hazai alapokra vonatkozótól, hiszen az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapír aránya nem érheti el az alap összvagyonának 5 százalékát. Az irányelv lehetőséget biztosít a tagállamok számára az 5 százalékos szint maximum 10 százalékra történő emelésére, melyet hazánk ki is használt. A 40 százalék mint az alap saját tőkéjére vetített összesített limit akkor lép életbe, ha az alap portfóliójában több olyan elem van, melyek súlya egyenként meghaladja az 5 százalékos korlátot. Ekkor ezen elemek összértékének súlya nem lehet több az alap összvagyonának 40 százalékánál. A 85/611 EGK irányelv nem csupán a befektetési alapokra, de az alapkezelőkre vonatkozóan is előír limiteket. Eszerint az európai befektetési alapot kezelő alapkezelő az általa kezelt európai befektetési alapok portfóliójába nem szeresheti meg egy kibocsátó szavazati jogot biztosító részvényeinek olyan hányadát, amely jelentős

befolyást biztosítana az alapkezelő számára. A befektetési alapokra vonatkozóan az irányelv egy kibocsátóban szerzhető befolyást 10 százalékban maximálta, míg kollektív befektetési forma kollektív befektetési értékpapírjainál legfeljebb 20 százalékot engedélyezett.

Passzív befektetési stratégiát követő európai befektetési alapoknál, azaz indexalapoknál a saját tőkére vetített, egy kibocsátóra vonatkozó limit legfeljebb 20 százalék, mely akkor léphető túl, 35 százalékig, ha az indexben szereplő kibocsátó súlya nem teszi lehetővé a 20 százalékos szint betartását. Az Európai Parlament és Tanács által kiadott irányelv 20 százalékos korlát erejéig engedélyezi a halmozott befektetést ugyanazon vállalatcsoport értékpapírjai esetén.

Mielőtt az európai és magyarországi szabályozással kapcsolatban konzekvenciákat vonnánk le, fontos megemlíteni, hogy az EU szintű (85/611 EGK) és nemzeti szintű szabályozás más tagállamoknál is szétválik kivéve a befektetési alapok európai centrumaként számon tartott Írországot, Luxemburgot és Hollandiát.

Ha a magyarországi befektetési alapok aktív tulajdonosi szerepvállalásának lehetőségét vizsgáljuk azt mondhatjuk, hogy helyzetük az elmúlt öt évben egyrészt javult, hiszen összvagyonuk akár 20 százalékát is befektethetik egy kibocsátó értékpapírjába, ugyanakkor nem változott, mert egy kibocsátóban szerzhető befolyás nem haladhatja meg a kibocsátó össztőkéjének 10 százalékát. A 10 százalékos limit nem is lenne alacsony, ha a tőzsdei vállalatok tulajdonosi szerkezete szórt lenne, hiszen akkor az alap egyedüli blokktulajdonosként jelentős befolyást gyakorolhatna a vállalat működésére. Ezzel szemben, ahogy azt már ebben a fejezetben bemutattam a hazai nyilvános vállalatok tulajdonosi struktúrája a kontinentális európai vállalatokéhoz hasonlóan koncentrált, mely azt eredményezi, hogy a 10 százalékos tulajdoni hányad mindösszesen kisebbségi tulajdonosi státusz megszerzésére elegendő.

A portfólió vállalatban szerzhető tíz százalékos érdekeltség az Egyesült Államok viszonylatában már más konzekvenciákat enged levonni, hiszen az USA piacaira jellemző alacsony tulajdonosi koncentrációnál az említett limit már komoly befolyást tesz lehetővé. Mindazonáltal, hogy a tíz százalékos tulajdoni hányad megszerzése lehetséges a befektetési alap saját tőkéjének csak 5 százalékát fektetheti egy adott kibocsátó által kibocsátott értékpapírba. Ez tehát ezt jelenti, hogy az Egyesült Államokban szintén az 5:10-es szabály működik. Az 5 százalékos küszöb mint diverzifikációt, azaz befektetői védelmet biztosító szabállyal kapcsolatban el kell mondani, hogy hatékonyságát tekintve nem tökéletes, hiszen nem ír elő ágazatok közötti limiteket, s így az ágazati kockázatokkal szembeni kitettséget nem eliminálja (Karsai, 2001).

Karsai (2001) megállapítása, mely szerint a hazai magánnyugdíjpénztárak által birtokolható egy adott vállalattól származó részvények aránya felülmúlja a befektetési alapokra vonatkozó limitet mára már megfordult, hiszen a magánnyugdíjpénztárak esetében a 10:10-es szabály nem változott, míg a befektetési alapoknál a portfólió képzésre vonatkozó limitek jelentősen átalakultak. A magánnyugdíjpénztáraknál nincs lehetőség olyan vállalati részvény vásárlására, mely elismert értékpapírpiacra nem jegyzett, kivéve, ha a vállalatot időközben kivezették a tőzsdéről. Ilyen esetben a pénztár nem köteles eladni a teljes részvényt, de annak összvagyonában betöltött hányadát 5 százalékra kell mérsékelnie. Változtak továbbá a külföldi kibocsátású értékpapírokra vonatkozó szabályok is. A törvény nem a kibocsátás helyét veszi figyelembe, hanem azt, hogy milyen devizában denomiált az az instrumentum. Ezt devizamegfeleltetési szabálynak nevezzük és a pénztár összvagyonának legfeljebb 30 százalékát érheti el. Az európai befektetési alapok megjelenésével ugyanakkor e szabály oka fogyottá vált, hiszen ezeknek az alapoknak az értéke forintban denomiált, de a mögöttes instrumentum külföldi. Így a pénztár egy európai részvényalapba történő befektetésen keresztül könnyedén átlépheti a 30 százalékos limitet (Elsősorban ezért folyik a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeleténél eme rész megszüntetésére vonatkozó törvénymódosító javaslat). A befektetési alapok jegyeinek vásárlására vonatkozó szabályok ugyancsak változtak, s feltehetően az alapok specializálódása miatt kissé finomodtak. Így a pénztár összvagyonának legfeljebb 50 százalékát tarthatja befektetési jegyekben, mely egy kibocsátó esetén maximum 10, míg egy alapkezelőnél 30 százalékra módosul.

Az itt tárgyalt három intézményi befektetői csoport közül az üzleti biztosítók lehetőségei a legszélesebbek az aktív tulajdonosi szerepvállalás tekintetében. Esetükben egy adott vállalatban szerzett tulajdoni hányad elérheti a vállalat jegyzett tőkéjének 25 százalékát, melyet a biztosító a biztonságtechnikai tartalék terhére vásárolhat meg. Ez a tulajdonrész hazai viszonylatban is számottevő lehet, s megteremtheti a vállalat működésébe történő részvétel lehetőségét. Ahhoz ugyanakkor, hogy egy biztosító ezt a befolyást megszerezze vagy alacsonyabb jegyzett tőkéjű vállalatot kell kiszemelnie vagy pedig megfelelően szignifikáns biztosítástechnikai tartalékkal kell rendelkeznie, hiszen annak csak 10 százalékát fektetheti egy adott kibocsátó értékpapírjába. A 10 százalékos korlát csak akkor megengedett, ha azon instrumentumok összűlya, melyeknél megvalósult a 10 százalékot elérő befektetés, nem haladja meg a biztonságtechnikai tartalék 40 százalékát. A befolyásszerzés azért is vált könnyebbé eme csoport számára, mert lehetőségük van elismert értékpapírpiacra nem jegyzett vállalatok részvényeinek megvásárlására ugyancsak a biztonságtechnikai tartalék legfeljebb 10 százalékáig.

Összefoglalásul elmondható, hogy az intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalása a jogszabályok változásával kivitelezhetőbbé vált, ám még mindig komoly korlátozó tényezőt jelent. Ahhoz, hogy az intézményi szereplő meg tudja valósítani elképzeléseit megfelelően nagy tőkével kell rendelkeznie vagy megfelelően kisméretű vállalatot kell kiszemelnie. Fontos kiemelni azt is, hogy a szabályozásnak a transzparencia szempontjából nyomon kell követnie a limitek változását, mely csökkentheti a portfólió diverzifikálásának csökkenéséből származó nagyobb kockázatot, valamint preventálja a vállalatokban szerzett befolyással való visszaélést. A limitek növeléséből adódó, tulajdonosi aktivizmus hatékonyságának emelkedése nyomán keletkező érték függ továbbá a portfólió menedzserek motiváltságán, ösztönzési rendszerén.

3.2 Belső tényezők

Az előző fejezethez képest, mely olyan tényezőket vett lajstromba, melyek kívülről az intézményi befektetőtől függetlenül gyakorolnak hatást az intézmény tulajdonosi szerepvállalására, e fejezetben olyan belső viszonyokat tárgyalok, melyek a szervezetek felépítéséből, javadalmazási rendszeréből, kultúrájából, s a szervezetek egymáshoz való viszonyából adódóan fejtenek ki hatást. A fejezet központi kérdése: **mi az oka annak, hogy az intézményi befektető a tulajdonában lévő rosszul működő vállalattal kapcsolatban a „fellépés” helyett a „kilépést” stratégiáját választja (Hirshman, 1970)?** Ez más szóval azt jelenti, hogy miért nem avatkozik be az intézményi befektető, megfelelően nagy tulajdoni hányadot s ezáltal befolyást feltételezve, a nem megfelelően működő portfólió vállalat tevékenységébe ahelyett, hogy inkább megválna a részvénytől? Az aktív fellépéstől való tartózkodásnak véleményem szerint négy belső oka van. Elsőként az „ügynök figyeli az ügynököt” problémát (Black, 1992; Woidtke, 2002) kell megemlíteni. Az intézményi befektetők szervezeti felépítése, s beszélhetünk akár nyugdíjpénztárról akár alapkezelőről, előrevetíti a problémát, hiszen a portfólió allokációért felelős személy a vállalatvezetőhöz hasonlóan, alkalmazottként más vagyont, tulajdonát menedzseli, allokálja. A tulajdonosétól vagy éppen pénztártagétól eltérő célfüggvény, minden esetben az érdekek konfliktusához vezet. Ki kell ugyanakkor hangsúlyoznom, hogy a fejezet során, amikor érdekkonfliktusról beszélek, nem azt akarom sugallni, hogy az ügynök minden esetben tudatosan megkárosítja a tőketulajdonost, hanem azt, hogy az ügynök a felsorolt tényezők hatására nem mindig érdekelt a tulajdonos, pénztártag érdekképviseletében.

Az „ügynöki” magatartás, akkor is megjelenik, amikor a portfólió menedzser nem hajlandó felvállalni a fellépés költségeit, hiszen azok rövidtávon csökkentik a portfólió hozamát, s ezáltal a menedzser teljesítményéhez kötött javadalmazását. Abban ugyanakkor, hogy ez a magatartásforma jelentkezik a pénztártagok vagy befektetési jegy tulajdonosok éppen annyira hibásak, mint a menedzser, hiszen az általuk követett rövid távú szemlélet kényszeríti a menedzsereket bele ebbe a szerepkörbe.

A fellépésből származó költségek versenyhátrányt jelentenek az aktív intézmény számára, hiszen a piacon aktívan kereskedő versenytárs a tulajdonosi aktivitás költségeit nem viselve, de annak minden gyümölcsét learatva magasabb hozamot produkálhat, s így elcsábíthatja a magasabb hozamra áhító befektetési jegytulajdonosokat és pénztártagokat. Ezt a problémát a potyautas problémának nevezzük.

Végül az érdekelt felek közötti összefonódások akadályt képezhetnek a tulajdonosi aktivitás előtt. Elképzelhető, hogy az alapkezelő vállalat egy bank tulajdonában van. Az alapkezelő részvényportfóliójában olyan vállalat is megtalálható, mely szoros üzleti viszonyt ápol a bankkal, s ezáltal a bank abban érdekelt, hogy a megszokott üzletmenet, teljesítmény megmaradjon, annak érdekében, hogy a folyósított hitel törlesztése zavartalan maradjon. Az alapkezelő ugyanakkor a vállalat működésében felfedez egy hibát, mely kiküszöbölése átmeneti zavart okozhat, de hosszútávon emelheti a vállalat értékét. Míg a fellépés, az alapkezelő számára értéknövekedéssel, addig a bank hitelének átcsoportosításával vagy esetleg annak leírásával járhat.

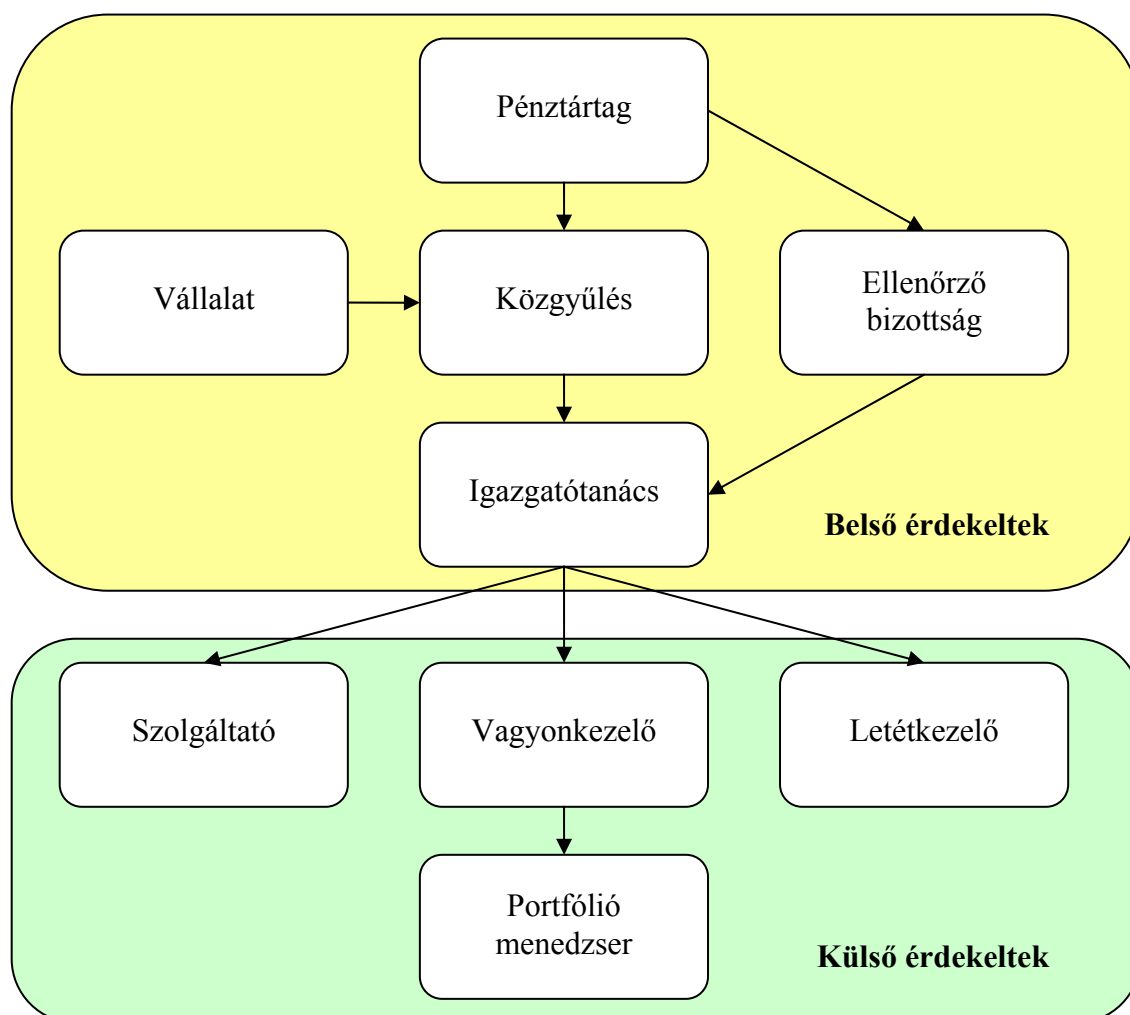
3.2.1 Ügynök probléma

Az „ügynök figyeli az ügynököt” probléma pontos megértéséhez meg kell ismerni az intézményi befektetők, ezen belül az alapkezelők és nyugdíjpénztárak, szervezeti felépítését, mely magyarázatul szolgálhat a tulajdonosi passzivitásra. Elsőként a világban legaktívabbnak ítélt intézményi befektetői csoportra jellemző szervezeti felépítést veszem górcső alá, mely csoport a nyugdíjpénztárakat tartalmazza. Ez a szervezeti forma, a gazdasági társaságokéhoz hasonlóan számos érdekelt felet integrál, akiknek közös érdekeiken felül sajátjaik is vannak. Az eltérő érdekeket felerősítve a tőkeallokációt végző szakemberek teljesítményének mérése és megítélése elsősorban rövid távon történik, mely szemlélet ellentétes a tulajdonosi aktivizmus „megtérülési horizontjával”.

Az 1. ábrán látható szervezeti diagramm a nyugdíjpénztár belső és külső érdekeltjeit és azok viszonyrendszerét szemlélteti. A *belső érdekeltek* közé a pénztárat létrehozó alapító(k), a

pénztárat tőkével ellátó tag(ok), a legfőbb szervet, azaz a közgyűlést, a szervezet irányítását ellátó igazgatótanácsot, valamint a tagok érdekeit képviselő és az igazgatótanács működését felügyelő ellenőrző bizottságot értjük. Abban az esetben, ha a pénztár a befektetési tevékenységet nem kívánja szervezeten belül megvalósítani, szakmai és technikai feltételek hiányában, dönthet úgy, hogy ezt a feladatot kiszervezi egy külső szakértőhöz, vagyonkezelőhöz. A *külső érdekeltek* közé tartozik még az adminisztratív feladatokat ellátó ügynevezett szolgáltató és a letétkezelést végző bank, melynek függetlennek kell lennie a vagyonkezelést végző szervezettől. Jelen téma tekintetében a szolgáltatást és letétkezelést végző külső érintettek nem lényegesek, így azok szerepétől, érdekeik taglalásától eltekintek.

12. ábra: A nyugdíjpénztár belső és külső érdekeltjei közötti viszony.



Az ellentmondás a tulajdonosi és befektetői szerep között feszül, azaz ezek értelmezésében. A nyugdíjpénztárak elsődleges feladata a rájuk bízott vagyon értékének maximálása (Drucker, 1976). Ha a nyugdíjpénztár azzal, hogy aktívan kereskedik megfelel

ennek az elvárásnak, akkor hogyan várható el tőle, hogy olyan tevékenységet folytasson – aktív tulajdonosi szerepvállalás – mely kimenetele kérdéses, s addicionális költséget jelent az pénztár, s ezáltal a pénztártag számára. Az pénztár, ugyanakkor a részvény megvásárlásakor tulajdonossá válik, mely egy kölcsönös viszonyt feltételez, ami nem csak a vállalatvezetéssel, hanem a tulajdonossal szemben is kötelezettségeket fogalmaz meg. Az pénztárak „külső szemlélő” magatartása a tulajdonosi szerep torzulását okozza, mely a tulajdonosi felelősség megszűnését eredményezi. Az érdekek konfliktusa tovább erősödik, ha a pénztár a portfólió menedzseri feladatot kiszervezi, hiszen a megbízott menedzser teljesítményét az általa kezelt vagyon gyarapodásán, azaz a hozamon keresztül mérik le. Mivel az aktív tulajdonosi szerep költséges és eredményességét tekintve bizonytalan tevékenység az a portfólió menedzser, aki felvállalja az aktív szerepet piacon való megmaradását kockáztatja.

A magánnyugdíjról és magánnyugdíjpénztárról szóló 1997. évi LXXXII. Törvény a munkáltatóknak (vállalatok), szakmai kamaráknak, szakmai egyesületeknek, munkavállalói érdekképviselőeknek együtt és külön-külön biztosít lehetőséget pénztáralapításhoz. Az 1. ábrán alapítóként a vállalat szerepel, mely munkavállalói számára létrehoz egy magánnyugdíjpénztárt, így a pénztártagok alatt a vállalat dolgozóit értem. Az igazgatótanácsot, mely a pénztár működtetéséért felel az alapítók és kisebb részben a pénztártagok reprezentánsai alkotják. A pénztár legfőbb szerve a közgyűlés, melyet legalább évente kettőször össze kell hívni, s a pénztár gazdálkodásával kapcsolatban tájékoztatni kell. A közgyűlés hivatott dönteni az igazgatótanács és az ellenőrző bizottság tagjainak és elnökének kinevezéséről, visszahívásáról és díjazásáról. Az ellenőrző bizottság, mely ellenőrzi a pénztár gazdálkodását, számvitelét, ügyvitelét a pénztártagok vagy azok reprezentánsai alkotják. Feltételezve, hogy a pénztár nem végez vagyonkezelési feladatokat a belső érintettek vizsgálata a fent említett négy csoportra, érdekeltekre korlátozódik.

Érdekkonfliktus az alapítók, valamint az alapítók alkotta igazgatótanács illetve a tényleges kedvezményezettek, azaz a pénztártagok között feszülhet. Az igazgatótanács végzi a gazdálkodással kapcsolatos döntéshozatalt, melyről a tagok optimális esetben évente kettőször értesülnek. A tagok abban érdekeltek, hogy az egyéni számlájukon felhalmozódott vagyon hozama maximális legyen, mely akkor a legvalószínűbb, ha az ezért felelős döntéshozó megfelelő szakmai háttérrel rendelkezik. Myners (2001) által készített beszámoló szerint az Egyesült Királyságban ez a feltétel nem minden esetben adott, mely a gyakorlatban is alátámasztja az ügynökprobléma kialakulásának lehetőségét. A felmérés szerint a nyugdíjpénztári igazgatótanács tagok 62 százalékának semmilyen pénzügy vagy befektetés szakmai képzettsége, s ezáltal ismerete nem volt; 77 százalékban az igazgatósági tagok

tanácsadói között nem szerepeltek pénzügyi ismeretekkel rendelkező szakemberek²⁷; az igazgatótanácsi tagok kevesebb mint 50 százaléka részesült legfeljebb három éves szakmai képzésben. Myners felmérés továbbá kihangsúlyozza, hogy az érdekkonfliktus még szignifikánsabb, ha az igazgatótanácsi tagok az alapító vállalat vezetését ellátó személyek. Ekkor ugyanis a két szervezet gazdálkodásának esetenkénti összeolvasztásán keresztül nem csak a pénztártagok, de a tulajdonosok érdeke is sérülhet. A jelentésben bemutatott példa a pénztári vagyon vállalati profittá történő konvertálását említi meg.

Az érdekkonfliktus következő szintje a pénztár és a vagyonkezelést végző szervezet között jöhet létre, mely kihat a pénztártagokra. Abból a tényből kiindulva, hogy a pénztártagok vagyonuk értékének rövid távú maximálásában érdekeltek a pénztár vezetésére, s az általuk kiválasztott vagyonkezelőre jelentős nyomást fejt ki. A vagyonkezelők viszonylatában ez a nyomás egy relatív szemléletet képez, mely az egyes vagyonkezelők piaci teljesítményének pozícióját nyilvánul meg. Ez más szóval azt jelenti, hogy a portfólió allokálást végző szervezet nem érheti el tevékenységéből származó teljesítményének maximumát, hiszen teljesítményét nem saját, hanem versenytársaihoz képest ítéli meg (Plender, 2003). Plender a rövid távú szemléletért a negyedévenkénti beszámolókészítés gyakorlatát teszi felelőssé, melyet a Myners beszámoló már azt megelőzően empirikus felméréssel alátámasztott. Eszerint a rövid távú szemlélet még akkor is ha nem jellemző minden esetben vitathatatlanul jelen van, hiszen: (1) a pénztárak jelentős része úgy érzékelt, hogy tagjaik nagy része az éven belüli eredmények alapján ítéli meg a vagyonkezelő teljesítményét; (2) azon pénztárak, melyek nem érzékelték a rövid távú nyomást továbbra is fenntartották a negyedéves beszámolókészítés gyakorlatát.

A rövid távú teljesítménynövelésre való törekvés, valamint a tulajdonosi fellépéskor jelentkező költségek előrevetítik a tulajdonosi aktivizmus hiányát. A vagyonkezelő ugyanis nem érdekelt a magasabb költség felvállalásában, hiszen így a tevékenységéért felszámolt díjat saját nyeresége rovására csökkenti, mely megmutatkozik a portfólió menedzserek javadalmazásában is. Ezzel az érdekkonfliktus harmadik egyben utolsó dimenzióját is feltártuk, mely a vagyonkezelő szervezet s annak munkavállalója a portfólió menedzser között van.

A magyarországi alapkezelők stratégiai döntéshozói körében elvégzett mélyinterjúk az alapkezelők, portfólió menedzserek érdektelenségét támasztotta alá, mely a felmérésben

²⁷ Ez hazánkban azért nem lehetséges, mert a törvény előírja egy befektetésért felelős vezető alkalmazását, még akkor is ha a pénztár a vagyonkezelői tevékenységet kiszervezi.

résztevő egyik magas beosztású szakember szerint azért jellemző, „mert [az alapkezelők] nem a saját pénzüket kezelik”.

Az „ügynök figyeli az ügynököt” probléma tehát arra a tényre vezethető vissza, hogy a tőkeallokáció nem a tőketulajdonos által történik, mely kiegészülve egy minden szereplő által követett rövid távú szemlélettel az intézményi befektető által megvalósított tulajdonosi aktivizmus valószínűtlenségét eredményezi. Charkham (1990) szerint a probléma gyökere, hogy az intézményi befektetők többsége a vállalati részvényeket tőzsdei „termékeknek” tekinti, melyekkel könnyedén lehet kereskedni egy likvid piacon, s figyelmen kívül hagyják azok belső értékét, mely a kibocsátó vállalat tevékenységéből adódik.

3.2.2 Potyautas probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága

Az előző részekben tárgyalt tényezők – folyamatos megfigyelés, fellépés költsége, a költségek hozamcsökkentő tulajdonsága, mely az intézmény számára versenyhátrányt eredményezhet, kompetencia hiánya – az intézményi befektetők passzivitását okozhatják, s felelőssé tehetőek az úgynevezett *kollektívselekvési problémáért* (Baysinger és Butler, 1984). A kollektívselekvés probléma, mely tehát a csoport tagjainak összehangolt együttműködésének hiányát jelenti, felelős az úgynevezett *potyautas probléma* kialakulásáért, mely az esetlegesen aktív intézményi befektetőket, a költségek és versenyhátrány veszélye mellett, visszatartja az aktív tulajdonosi szerepvállalástól. Ahhoz, hogy az aktív intézmény fel tudja vállalni ezen akadályokból származó esetleges hátrányokat *tőkeerősnek*, és ha lehetséges *piacvezetőnek* kell lennie, hiszen tevékenységével azt is eléri, hogy versenytársai, a részvényárfolyam emelkedéséből adódóan jobb helyzetbe kerülnek. Az Egyesült Államokban a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjpénztára (CalPERS), mely a piacon az öt legnagyobb állami nyugdíjpénztárak egyike, a potyautas problémát felvállalva, tulajdonosi beadványokon és proxy csatákon keresztül próbál meg részt venni a portfólió vállalatok döntéshozatalában. Richard Koppers a CalPERS egykori igazgatója álláspontja szerint az aktivizmus megfelelő eszköz arra, hogy „*megemeljék az óceán vízszintjét, s ezáltal saját hajójukat*” (Stanford Egyetem, 1996. március 21.). Ez a magatartás alátámasztja Stiglitz (1985) argumentációját, mely szerint aktív fellépés csak megfelelően nagy vagyonnal rendelkező tulajdonostól, legyen az intézményi vagy bármely más csoporthoz tartozó, várható el. Stiglitz ugyanakkor hangsúlyozza, hogy a megfelelően nagy intézmények fellépésekor érdekkonfliktus alakulhat ki, hiszen ahhoz, hogy a fellépés megvalósulhasson számottevő szavazati hányaddal kell rendelkezni, mely gyengíti a portfólió diverzifikáltságának fokát. A

diverzifikáció nem megfelelő foka konfliktust szülhet a pénztár tulajdonosai – pénztártagok – és a pénztármenedzsment között, hiszen megnő a tagok által felvállalt kockázat mértéke. Így tehát az aktivizmussal szemben felmerül egy újabb érv, ez pedig a portfólió kockázat, mely az alacsonyabb diverzifikáció eredménye.

A kollektívselekvés, s ezzel kapcsolatban a potyautas problémát legrészletesebben tárgyaló értekezésben (Black és Coffee, 1994) a szerzők a Fogoly dilemmához (Prisoners' Dilemma) hasonlították a kérdést, s arra a megállapításra jutottak, hogy a résztvevők együttműködése, annak hatékonysága az együttműködők számával van összefüggésben. Black és Coffee a szereplők számán túl egy, a laikusok számára láthatatlan tényezőt is felfedeztek, mely a koncentrált pénzügyi centrumokon belül meglévő informális csatornákat, kommunikációt, kooperációt jelentette. Megfigyelésük szerint az összehangolt fellépés olyan vállalatoknál működik, melyek tulajdonosai között kisszámú, ám annál nagyobb vagyonnal rendelkező intézményi befektető található, így tehát a tulajdonosi érték és a csoport mérete között fordított kapcsolat áll fenn. Mindamellet, hogy a Prisoners' Dilemmát alkalmazták, mint kiindulási pontot belátták, hogy ez a „játék” attól kissé eltér, hiszen ebben az esetben a felek között folyamatos kommunikáció zajlik, s mivel a „játék” többször is megismételhető a felek egy tanulási folyamat eredményeképpen változtathatnak stratégiájukon. A szerzők végül feltártak egy ismételten nehezen modellezhető, az LSE (City) jellemző sajátosságot, mely a kollektívselekvés problémájával ellentétesen hat, tehát az együttműködést erősíti. A City-ben, mely egy négyzetmérföldre korlátozódik a reputációnak szignifikáns szerepe van abban, hogy valaki részesül-e az informális kapcsolatokból s csatornákon áramló információkból. Ha egy intézmény nem vesz részt egy koordinált fellépésben, de annak gyümölcsét egyértelműen élvezzi, akkor megtörténhet, hogy a közösség megvonja tőle az informális együttműködést. Ez az informális erő a közjószág – vállalatkormányzás – kapcsán jellemző távolmaradó magatartással szemben ható kooperatív fellépést erősíti.

Ha a pénztár vagy az általa megbízott vagyongazdálkodó passzív befektetési stratégiát követ, akkor a hozamnövelés az aktív tulajdonosi szerepvállaláson keresztül is elérhető lenne. Az intervenció költsége és a potyautas probléma azonban a hozamnövelési céllal szemben hat, mivel az alapot kezelő portfólió menedzser teljesítményét az indexet követő alap hozama alapján ítélik meg, a menedzsernek nem lehet célja olyan tevékenység folytatása, mely növeli az alap költségeit, hiszen azt az alap tulajdonosaira áthárítva csökken az alap hozama, s ezáltal elszakad a referencia indextől. Továbbá, az aktivitást vállaló alapkezelő, a hozamcsökkenésen kívül, versenyelőnybe hozhatja vetélytársait, hiszen azok teljesítményét

nem csökkenti az aktivitás nyomán keletkező költség, s ezáltal a referencia index hozamát elérve ki tudják elégíteni a befektetők elvárásait.

A magyarországi vagyongazdálkodók körében 2006-ban végzett felmérés (kérdőív lásd a függelékben F1. ábra), melyet az intézményeknél stratégiai döntéshozatalban résztvevő vezérigazgatókkal és befektetési igazgatókkal készítettem, azt mutatta, hogy egy intézmény kivételével (a mintában a piacon jelenlevő 15 alapkezelőből 12 szerepelt) mindegyiknél a külföldi intézményi tulajdonos határozta meg az alapkezelő tulajdonosi aktivizmusával kapcsolatos magatartását. Mivel a külföldi tulajdonos a magyarországi tőkepiac méreténél fogva nem volt érdekelt a magas költséggel járó aktivizmusban, ezért a hazai alapkezelők passzív stratégiát folytattak. Tulajdonosi fellépést kizárólag az egyetlen függetlennek számító befektetési részvénytársaságnál lehetett megtalálni, ahol a vagyongazdálkodásért felelős vezérigazgató az aktivizmust idő- és pénzigényes tevékenységnek minősítette. Arra a kérdésre, hogy mennyire tartja versenytársait együttműködésre hajlandónak a vezérigazgató válaszában a kooperáció teljes hiányát hangsúlyozta

Egy kis kapitalizációjú piac esetén, amilyen a hazai is, tehát elmondható, hogy az alapkezelők tulajdonosi szerkezete, mely esetünkben külföldiek által dominált, alapvetően meghatározza az alapkezelők tulajdonosi szemléletét.

Az intézményi befektetők további kettő okból tartózkodnak a portfóliójukba tartozó vállalatok problémáinak nyilvánosságra hozatalától. Egyrészt a probléma nyilvánosság előtt történő megvitatása „rossz hírként” terjed el a piacon, mely a vállalat piaci értékét csökkenti, s ezáltal leértékeli az interveniáló alap portfólió értékét is. A piaci szereplők a hírt nem mint megoldandó, s a jövőben megoldódó problémát értékelik ezért a vállalat részvényeitől szabadulni próbálnak. Másodszor a piac egésze számára láthatatlan gondok belső információnak minősülhetnek (bennfentes kereskedés problémája), mely – törvényi szabályozásból adódóan – megghiusíthatja az intézményi befektető számára az eladást.

A kollektívselektív problémával áttételesen foglalkozó tanulmányában Bedő és Ács (2007) megállapították, hogy amennyiben a blokktulajdonosok között a legnagyobb az intézményi befektetők csoportjából kerül ki, akkor a vállalat teljesítménye csökken, s a következő blokktulajdonos által kifejtett hatás negatív, azaz nem jön létre koalíció a blokktulajdonosok között (a cikk eredményeivel a tulajdonosi koncentráció és a portfólió vállalatok teljesítménye közötti összefüggést vizsgáló fejezetben részletesen is foglalkozom). Az eredmény a közép és kelet-európai értéktőzsdéken és az S&P 500 indexben szereplő vállalatoknál megegyező volt.

3.2.3 Portfólió vállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások

Az előző két részben, amikor az aktív tulajdonosi fellépést akadályozó tényezőkről beszéltünk egyrészt az intézményi finanszírozók belső érdekszerkezetéből indultunk ki az ügynökprobléma taglalásakor, másrészt portfólió vállalatok tulajdonosi szerkezetére, s a tőkepiaci szereplők mérete alapján elemeztük a potyautas problémát. Az érdekek konfliktusának utolsó forrását feltárandó ebben a fejezetben a szervezetek – ezalatt a portfólió vállalatot, a portfólió kezelést végző szervezetet, valamint annak tulajdonosát értjük – szintjén, s között kialakuló összefonódásokat tekintjük át. A megvizsgálandó kérdés a következő: *kialakulhat-e olyan összefonódás az intézményi finanszírozó, s annak portfólió vállalata között, mely visszatartja az intézményi tulajdonost az aktív tulajdonosi szerepvállalástól?*

Mielőtt a kérdésre egyértelmű igent vagy nemet mondanánk, s mellettük érvelni kezdenénk meg kell vizsgálni a kérdés helyességét. Megítélésem szerint nem az összefonódás megléte, hanem az abból származó haszon az, ami korlátot képezhet a kérdéses tevékenység folytatásakor. Többször hangsúlyoztuk, hogy az intézményi finanszírozó számára az aktív tulajdonosi szerepvállalás akkor és csak akkor fogadható el, ha annak haszna felülmúlja a tevékenységgel járó költségeket. Az összefonódás viszonylatában nem egyértelmű költségről, hanem sokkal inkább *alternatív haszonról* kell beszélni. Ekkor ugyanis a tulajdonosi aktivizmusból adódó nyereséggel szemben az összefonódásból származó jövedelem áll. *Így a szervezetek szintjén az érdekkonfliktus teljes hiányáról csak akkor beszélhetünk, ha az intézményi befektető és a portfólió vállalat között nem létezik olyan kapcsolat mely, az aktív tulajdonosi szerepvállalásból adódó eredményen kívül, előnyt biztosíthat az intézményi tulajdonos számára (Coffee, 1991).*

A szervezetek között létrejövő kapcsolatok nyomán keletkező tulajdonosi passzívizmust Pound (1988) az *érdekkonfliktus hipotézisének* nevezte el. Pound két másik alternatív hipotézist is felállított: (1) A *hatékony ellenőrzés hipotézise* akkor teljesül, ha az intézményi tulajdonos többletinformációhoz jutván, a tőkepiac többi szereplőjéhez képest alacsonyabb költségen képes az aktív szerepvállalásra; (2) A *stratégia összehangolás hipotézise* esetén a két szervezet kölcsönös előnyök megszerzése érdekében működik együtt.

A Pound – féle érdekkonfliktus hipotézisnek számos gyakorlati igazolását fel lehetne sorolni, ez esetben azonban csak kettő általános példának számító forgatókönyvet szeretnék bemutatni.

1. Elsőként az anyavállalat – alapkezelő – portfólió vállalat hármass érdekrendszerét vizsgálom. Az anyavállalat, mely lehet egy befektetési bank, tulajdonosként befolyást gyakorolhat az alapkezelőre, mely esetlegesen aktív tulajdonosként felléphetne a portfólió vállalattal szemben. Abban az esetben, ha az anyavállalat és a portfólió cég között nem létezik üzleti kapcsolat, akkor az érdekkonfliktus hipotézis oka fogyottá válik. Üzleti kapcsolatot feltételezve, mely adódhat egy beruházási projekt hitelből történő finanszírozásából, az anyavállalat érdekei megváltoznak, s könnyen belátható, hogy a vállalattal kapcsolatos negatív hír nem segíti a projekt sikeres kivitelezését. Ha a vállalat megítélése, mely az alapkezelő által folytatott erőteljes kampány eredménye, romlik, akkor a vállalat tőkepiaci értéke csökkenhet, mely megítélését tovább ronthatja. Ennek nyomán a vállalat partneri kapcsolatrendszere sérülhet, mely kihathat a beruházásra is és a hitel átütetmezését vagy leírását okozhatja.
2. Az előző esetet alapul véve tételezzük fel, hogy az anyavállalat felső vezetésében vannak olyan személyek, akik más vállalatok igazgatóságában szerepet vállalnak, mint független tagok. Az anyavállalat tulajdonában lévő alapkezelő, mint aktív tulajdonos abban érdekelt, hogy az igazgatótanács hatékonyan és a tulajdonosok érdekeit figyelembe véve végezze munkáját, s lehetőleg mandátuma ne legyen túlságosan hosszú. A mandátum hossza az esetlegesen, feladatát rosszul ellátó tagok elmozdítása szempontjából lényeges. Így tehát komoly érdekösszeütközés alakul ki az anyavállalat vezetője és az alapkezelő között, hiszen az alapkezelő tulajdonosként nem érdekelt a tagok mandátumának meghosszabításában, szemben a főtulajdonos vezetőjével.
3. A potenciális üzleti viszony a meglévővel megegyező korlátozó tényezőként hathat. Ekkor az alapkezelő egy olyan vállalatban szerez érdekeltséget, mely nyugdíjpénztári szolgáltatást nyújt dolgozóinak. Mivel a vállalat tulajdonában lévő nyugdíjpénztár portfóliójának menedzselését a vállalat, kapacitás valamint szaktudás hiányában, nem képes megoldani, így külső alapkezelőt von be. Ezen a piacon az alapkezelők között intenzív verseny folyik, így a fellépésből származó esetleges rossz viszony ronthatja az alapkezelő üzleti esélyeit.
4. Végül vegyük „A” és „P” vállalat jövőben kialakuló üzleti viszonyát, mint az érdekkonfliktus forrását. „A” vállalat nyugdíjpénztári szolgáltatást nyújt munkavállalói számára (az, hogy a portfólió menedzsment feladatot kiszervezi egy külső vagyonkezelőhöz vagy szervezetten belül oldja meg a konfliktushelyzet szempontjából irreleváns). A nyugdíjpénztár „P” vállalatban a tulajdonosi aktivizmus folytatásához elegendő befolyást szerezvén nyilvánosságra kívánja hozni a vállalaton belül meglévő

összeférhetetlenségeket, melyek a tulajdonosok érdekeit sértik. Ennek a „P” vállalat piaci megítélésére várhatóan negatív hatása lesz, mely ugyanakkor „A” vállalatnak nem érdeke, hiszen csökkenti együttműködésük értékét. Az aktív fellépés várható hatása, így „A” vállalat vezetését arra sarkalja, hogy a nyugdíjpénztár igazgatótanácsát „visszafogott” magatartásra utasítsa.

A példák alapján egyértelmű, hogy a vállalatok körében oly sokat tárgyalt vállalatiirányítási problémák a tulajdonosoknál is megtalálhatóak, hiszen az intézményi befektetőknél ugyancsak az irányítás és a tulajdonlás szétválásáról beszélhetünk. E megfigyelést alapul véve jelentette ki Jenkinson és Mayer (1992), hogy az intézményi befektetőktől nem várható el a tulajdonosi érdekek hatékonyabb érvényesítése, hiszen mi biztosítja azt, hogy a vállalat vezetésénél jobb döntést hoznak, valamint saját szervezetükön belül kialakuló érdekkonfliktus döntéseiket nem torzítja-e el.

3.3 CalPERS esettanulmány²⁸

Minthogy az intézményi tulajdonosok által folytatott aktivizmus szempontjából a legideálisabb régió az angolszász országok, ezen belül is az Egyesült Államok, ezért ebben a részben képet adok a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjpénztárának (California Public Employees’ Retirement System - CalPERS) tulajdonosi aktivizmusa által kiváltott részvényesi érték változásáról. Az Egyesült Államok, mint vizsgálati terep, mellett szól a tőzsdéken jegyzett vállalatok szórt tulajdonosi szerkezete, az intézményi befektetők, azon belül is az állami nyugdíjpénztárak szignifikáns befektetői jelenléte, valamint ezen csoport, az elmúlt húsz év során mutatott aktív tulajdonosi szerepvállalása. A nyugdíjpénztárak, s legfőképpen az állami és regionális tulajdonban lévők, kimagasló szerepvállalása nem csupán belső szervezeti kultúrájukból, hanem törvényi szabályozásból, előírásból is fakad. A Munkaügyi Minisztérium (Department of Labor) által 1974-ben alkotott a köztudatban csak ERISA (Employee Retirement Income Security Act) néven ismerté vált törvény a pénztáraknak kötelezően előírja a tulajdonosi érdekek képviselését. Az empirikus elemzést azért a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjpénztárára terjesztettem ki, mert a CalPERS szerepvállalása, a versenytársakhoz képest kimagasló, s ezen szervezet akciói, megnyilvánulásai rendszerint jelentős publicitást kapnak az országos, s esetenként a nemzetközi sajtóban. A fentebb vázolt érvekre támaszkodva, tehát kijelenthetem, hogy

²⁸ A fejezet Bedő Zsolt, 2005.: “Tulajdonosi aktivizmus és a vállalat értéke: A CalPERS szavazat visszatartási kampányának esete”, Hítelintézeti Szemle IV/3, p. 15-30. cikke alapján készült.

hipotézisem vizsgálatához: **az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmusának pozitív hatása** megfelelően ideális laboratóriumi környezetet választottam. Így amennyiben a hipotézisem elvetésre kerül, kijelenthetem, hogy más, kevésbé optimális környezetben az intézményi tulajdonosok aktív fellépése nyomán nem várható jelentős értékképződés.

Az empirikus próbák kimutatták, hogy a CalPERS „no vote” kampányának hatása, portfóliójában szereplő vállalati részvények esetében, kumulált abnormális hozamok képződését eredményezi. A hipotézis vizsgálat, 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, mely csökkentené a tulajdonosok és a vállalatvezetők között feszülő információs aszimmetriát. A tulajdonos képviselőjében megjelenő igazgatósági tag javítja a vállalat vállalatirányítási rendszerének megítélését, melynek hosszú távon pozitív piaci hatása lehet.

A statisztikai szignifikancia hiánya alapján tehát kijelenthetem, hogy a kérdéses tevékenységtől más, kevésbé ideális környezetben, nem várható el az értékteremtés.

A következő részekben vázoló az Egyesült Államokban működő nyugdíjpénztárak tulajdonosi aktivizmusának történetét, részletesen kifejtem az „optimális környezettel” kapcsolatban tett megállapításomat, külön foglalkozom a CalPERS tulajdonosi aktivizmusával, azzal kapcsolatos kutatási eredményekkel, valamint bemutatom empirikus eredményeimet.

3.3.1 A CalPERS „hatás”

Az Egyesült Államokban a tőkepiacok felügyeletét ellátó SEC (Security and Exchange Commission) már 1934-ben észlelte a tulajdonosi érdekek közvetlen megvitatásának hiányát, melynek nyomán megalkotta a részvényesi javaslatokról szóló 14a-8 rendeletét, mely a részvényesek számára megteremtette az éves közgyűlésen hangjuk hallatásának lehetőségét. A hatóság ebben a rendeletben lehetőséget biztosít a részvényesek számára, hogy javaslataikat beadvány formájában belefoglalják az úgynevezett proxy anyagba, mely tartalmazza mindazon kérdéseket, felvetéseket, amelyek a közgyűlés során megvitatásra kerülnek, s szavazásra bocsáttatnak. A proxy anyagot a közgyűlés előtt, a beküldött kérdések, javaslatok alapján állítják össze, s küldik ki a részvényeseknek, akik az anyag áttanulmányozása után alakítják ki szavazatukat. A proxy anyagban szerepelnie kell a javaslattevő szavazással kapcsolatos ajánlásának, valamint a menedzsment, kérdéssel kapcsolatos álláspontjának és

szavazatának. A rendelet érdekérvényesítés szempontjából ugyanakkor nem tökéletes, hiszen a proxy anyag alapján történő szavazás eredménye a menedzsmentre nézve nem kötelező érvényű. Ez akkor sem változik, ha a szavazásra jogosultak többsége helyezkedik szembe a menedzsmenttel. A menedzsment leszavazása azonban az 1980-as évekig nem is volt jellemző, hiszen, akkor az intézményi tulajdonosok helyett magányos egyének próbálták javaslataikkal megváltoztatni a vállalat működését, megszüntetni az összeférhetlenségek. A nyolcvanas éveket megelőző időszakban a beadványok szignifikáns többsége nem szerzett tulajdonosi többségi támogatást, sőt jellemzően a menedzsmenttel szembehelyezkedő tulajdonosok aránya nem haladta meg a részvényesek 10 százalékát (Gordon, Pound, 1993).

A nyolcvanas évekbe, azonban az intézményi, s legfőképpen az állami nyugdíjpénztáraknak köszönhetően a részvényesi beadványok, mint az elképzelés szerint a vállalatirányítás mechanizmusának egyike eleme, a menedzsmentre nyomást gyakorolt, hiszen a javaslatok egyre nagyobb hányada kapott többségi tulajdonosi szavazatot. A szavazás kimenetele, ugyanakkor még mindig nem volt kötelező érvényű a menedzsmentre nézve, azonban ekkorra a javaslattevők, azaz az intézményi befektetők, olyan piaci súlyt képviseltek, melynek segítségével más csatornákon kommunikálni tudták a menedzsment együttműködésének hiányát. A proxy anyagokon szereplő javaslatok elfogadásának valószínűségét, s a vállalatvezetés ezt követő döntését a tulajdonosok szempontjából pozitív irányba befolyásolta a SEC 1992-ben meghozott, a proxy beadványokra vonatkozó, szabályozás módosítása. A módosítás, mely éppen a nyugdíjpénztárak intenzív lobbitevékenységének volt az eredménye, megteremtette a részvényesek közötti kommunikáció, s a külvilág felé történő információközlés lehetőségét. Így a részvényesek között, a proxy anyag közgyűlésen történő megvitatása előtt, párbeszéd alakulhatott ki, mely részletesebb, s a részvényesek szempontjából megfelelőbb javaslatokhoz vezetett. A párbeszéd lehetősége csökkentette a tulajdonosok költségeit, mely az adatgyűjtés, információ feldolgozás, s javaslat megfogalmazása során jelentkezett, valamint a konszenzusos javaslatok magasabb szavazati arányhoz vezettek (Hoke-Witherspoon, 1993).

A tulajdonosok érdekérvényesítése szempontjából jelentős előrelépést jelentett az intézményi befektetők megjelenése, hiszen az általuk kifejtett nyomás eredményezte a proxy anyag részvényesek számára történő hatékony használatának lehetőségét, valamint a „privát egyeztetések” megjelenését. A privát egyeztetés jellemzően az aktivizmusáról elhíresült tulajdonos és a vállalatvezetés között jön létre, mely megelőzi az éves közgyűlésre beadandó részvényesi javaslatok hivatalos megjelenését. Ekkor, esetünkben, a pénztár és a vállalatvezetés között, telefonbeszélgetések, magánlevelek formájában diskurzus alakul ki a

pénztár szerint problémás kérdéssel kapcsolatban. A kilencvenes évek közepére a részvényesi ráhatás ezen formája elegendő volt a vállalat működésével kapcsolatban észlelt problémák orvoslására, s csak az esetek kis részében került sor a részvényesi elégedetlenség hivatalos kommunikálására, azaz a proxy beadványon való szerepeltetésre. Ezzel kapcsolatban Kurt Schacht a SWIB (State of Wisconsin Investment Board - SWIB, mely a Wisconsin Nyugdíjrendszer vagyonát kezeli) vezetője úgy vélekedett, hogy a javaslatok proxy beadványon keresztül történő megvitatása a részvényesi véleménynyilvánítás „legutolsó eszköze”.

A javaslatok tekintetében az állami nyugdíjpénztárak a szavazással, szavazatokkal kapcsolatos kérdésekben voltak a legaktívabbak, míg a vezetői javadalmazás az egyéni javaslatokban fordult elő a leggyakrabban. A vállalatvezetői kontroll piac, azaz az ellenséges felvásárlások gyakoriságának csökkenése a felvásárlásokat megakadályozó döntésekkel kapcsolatos beadványok számának fokozatos csökkenését hozta az Egyesült Államokban, ahogy az Del Guercio és Hawkins (1999) felméréséből is kitűnik. Del Guercio és Hawkins az 1987 és 1993 közötti időszakban született beadványokat vizsgálta, s csoportosították a beadványt készítő nyugdíjpénztár kiléte, s a beadvány témája alapján. A vizsgált időszakban az öt legnagyobb állami nyugdíjpénztár²⁹ összesen 226 javaslatot nyújtott be, melyek a javaslat témáját tekintve leggyakrabban: (1) szavazással kapcsolatos – titkos szavazás; egy részvény, egy szavazat arány; hiányzó tulajdonosok szavazatainak „igen” szavazatként való elszámolásának opponálása; (2) ellenséges felvásárlást akadályozó döntésekkel kapcsolatban: „méregpirula” eltörlése; „Greenmail”-lel szemben; aranyejtőernyővel szemben; (3) igazgatótanáccsal kapcsolatban: független tagok többsége; javadalmazási bizottságok összetétele, függetlenek dominanciája; az elnöki és az igazgatói poszt szétválasztása; független vezérigazgatót jelölő bizottság felállítása.

A kilencvenes évek közepétől a privát egyeztetés és a hivatalos proxy anyagon keresztül történő javaslattétel közé beékelődött a CalPERS által kezdeményezett, s azóta is folytatott úgynevezett „megcélzás”. A részvényesi érdeksérülés kommunikálásának eme formája a privát egyeztetéseket, illetve azok eredménytelenségét követően jelentkezik, melyet a CalPERS évente egy alkalommal egy lista formájában publikál. A listára a nem megfelelő éves teljesítmény, s a szervezetten belül meglévő összeférhetetlenségek alapján lehet

²⁹ CalPERS – California Public Employees’ Retirement System; SWIB – State of Wisconsin Investment Board; TIAA-CREF – Teachers Insurance and Annuity Association; CALSTRS – California State Teachers’ Retirement System; NYC – New York City Employees’ Retirement System.

felkerülni. Az empirikus elemzésben eme lista szavazat visszatartásra vonatkozó részében található vállalatokkal foglalkozom, s vizsgálom a piac reakcióját.

A fentiek alapján kijelenthető, hogy a CalPERS nyugdíjpénztár esetében az aktív tulajdonosi szerepvállalásra mind a motiváció mind pedig a belső kapacitás rendelkezésre áll, így az ügynökproblémából adódó korlátozó tényezők minimálisak. Ezt alátámasztandó a nyugdíjpénztár a portfólió kezelést többnyire szervezeten belül oldja meg, s a kiszervezett vagyonkezelés esetében is igényt tart a tulajdonosi jogok gyakorlására³⁰. A CalPERS kapcsolatban méreténél s piaci megítélésénél³¹ fogva sokkal lehet számítani az általa tett intézkedések nyomán a vállalati értékben történő változásra, azaz az értékteremtésre. Ahogy azt már a fejezetben tárgyaltam az Egyesült Államok tőzsdéin jegyzett vállalatok tulajdonosi szerkezetére a szórtság a jellemző, mely lehetőséget biztosít a relatív nagy tulajdoni blokkal rendelkező tulajdonosoknak, hogy hangjukat hallassák. A kontinentális Európában bejegyzett nyilvános részvénytársaságok ezzel szemben magas tulajdonosi koncentrátsággal rendelkeznek, mely a többségi tulajdonos által gyakorolt kontroll és befolyás okán nem enged teret más tulajdonosi javaslatoknak.

A jogszabályi előírások tekintetében is kijelenthető, hogy az Államok teret ad az intézményi befektetők számára tulajdonosi hangjuk hallatására, hiszen az 5:10-es szabály valamint a portfólió vállalatok alacsony tulajdonosi koncentrátsága, s a jelentős vagyon megteremt a lehetőségét annak, hogy a kérdéses intézmény az irányításhoz elegendő szavazati hányadot szerezzen. Az éves tulajdonosi közgyűlésre vonatkozó szabályozások, ezen belül a proxy anyagba befoglalható javaslatokkal kapcsolatos passzusok megteremtették a tulajdonosok közötti párbeszéd lehetőségét, mely előrelépés az intézményi tulajdonosok együttműködési lehetősége terén. Azzal, hogy az együttműködés jogszabályi kerete rendelkezésre áll a potyautas problémából származó visszatartó erő csökkent. A probléma teljes megszűnéséről ugyanakkor nem beszélhetünk, hiszen a sok ezer kisorosztályos továbbra is élvezzi az aktivisták által képzett értéket, míg annak költségviseléséből kimarad. Az ERISA továbbá szavatolja a pénztártagokat afelől, hogy a belső motiváció híján lévő nyugdíjpénztárak képviselik tulajdonosi érdekeiket.

³⁰ Az állami nyugdíjalapok a szavazást biztosító jogok 98,9 százalékát, míg más intézményi befektetők csak a 66,4 százalékát tartják meg saját kezben.

³¹ A CalPERS vagyona 2007 második negyedében 246,7 milliárd dollár volt, melynek 66 százalékát részvénybe fektette. Del Guercio és Hawkins (1999) 1984-1992 időszakra vonatkozó kimutatása szerint az aktivista nyugdíjpénztárak átlagos tulajdoni hányada 2,5 százalék volt, szemben a passzív versenytársakéval, mely 0,3 százalék körül mozgott (Wahal, 1996). Az állami nyugdíjpénztárak által kezelt vagyon 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).

A piac részletes szabályozása, a SEC folyamatos felügyelete, valamint az aktív állami nyugdíjpénztárak közismertsége elejét veszi a pénztárak és a portfólió vállalatok között létrejövő összefonódásoknak, melyek csökkenthetnék az aktivizmusra való hajlamot.

Annak ellenére, hogy az általam vázolt „laboratóriumi környezet” világviszonylatban ideálisnak tűnik a CalPERS számára aktív tulajdonosi szerep vállalására, az intézménnyel kapcsolatban született empirikus kutatások megosztottak a hatékonyság tekintetében. A tevékenység hatásvizsgálatának elvégzése során az a tény sem hozott előrelépést, hogy a CalPERS legfőképpen indexkövető befektetési stratégiát folytat, így a portfóliójában szereplő vállalati részvényeken realizált hozamot elsősorban a részvényt kibocsátó vállalat teljesítményének, illetve fundamentális értékének növelésével érheti el. (Carleton, Nelson, Weisbach 1998).

Egyes kutatók a proxy kampányok eredményeképpen bekövetkező teljesítmény növekedéséről, valamint a vállalatirányítási rendszerben jelentkező probléma megszűnéséről 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 szignifikancia vizsgálat nem történt). Smith, ugyanakkor elvetette azon hipotézist, mely szerint a kampány kihirdetésekor abnormális hozam képződik, más szóval a befektetők nem várják a kampány hatására bekövetkező vállalati érték növekedést. Smith elvető eredményét Wahal (1996) azzal cáfolta, hogy a hírmegjelenés körül 1%-os abnormális hozamot mutatott ki. Del Guercio és Hawkins (1999), egyetértve Smith-nek 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, Smith-hez hasonlóan 3 éves abnormális hozamot mutatott ki a megcélzott vállalatok esetében. Karpoff (1998), valamint English és szerzőtársai (2004) az irodalmat részletesen megvizsgálva arra a megállapításra jutott, hogy az eltérő eredményeket a módszertani inkonzisztencia, továbbá az eltérő események kijelölése okozza. Az eredmények eltéréséért felelős problémák áthidalása után a szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy a kampányoknak hírmegjelenés körüli hatásuk van, ellenben hosszú távú abnormális hozamnövekedést nem okoznak.

3.3.2 Proxy és nem-proxy beadványok

A proxy javaslat beterjesztésének négy szakasza van (Wahal 1996). Az első szakaszban a javaslatkészítő kiválasztja a „megcélzandó” vállalatot, mely szelekciót belső

elemző munka előzi meg. Minek során a részvényes a portfóliójában lévő vállalatokat üzleti teljesítményük, fejlődési potenciáljuk és lehetőségeik szerint rendszerezi, és kiválasztja azokat, amelyek teljesítménye elmarad a várttól. Nyugdíjalapok gyakran külső tanácsadót vesznek igénybe e munka során. A javaslatkészítőnek lényeges 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, melyek tulajdonosai között van másik nyugdíjalap is, mely 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, amelyben egyazon vállalat végzi a kérdéses cég könyveinek auditálását, illetve 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, melyet újabb tárgyalások követnek. Egyes részvényesi csoportok nem hozzák nyilvánosságra szándékukat, hiszen azt erőszakos akciónak tekintik, mely megghusíthatja a tárgyalások lefolytatását.

A folyamat harmadik fázisában a javaslattevő felvetését a soron következő közgyűlés proxy anyagába belefoglalják, 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, mely 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 aktivitás eme formája a két fél közötti dialógust jelenti, mely során a részvényes tájékoztatja a vállalatvezetést elégedetlenségének okáról, valamint javaslatot tesz a probléma megoldására. Miután a részvényesi aktivitás ezen formája teljes

mértékben informális, a vezetés dönthet úgy, hogy a részvényesi felvetést figyelmen kívül hagyja, de adaptálhatja is azt.

3.3.3 Szavazat visszatartása

A „no vote” kampányt, 10 évvel ezelőtt, először Joseph Grundfest javasolta, aki akkor a Security and Exchange Commission (a hazai PSZÁF megfelelője) biztosi pozícióját töltötte be. A részvényesi szavazatok visszatartásának elsősorban a vállalat vezetésének, valamint igazgatóság tagjainak a megválasztásakor van jelentősége. Ekkor ugyanis a bizalmát veszített részvényes elégedetlenségét ezen az úton tudja úgy kifejezni, hogy a soron következő választáson saját képviselőjét elindíthatja. 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 lehetővé³². A szabály ugyanakkor kimondja, hogy a részvényesek delegáltjainak száma nem haladhatja meg az igazgatóságban helyet foglalók számának az egyharmadát. Mindamellet, hogy a részvényesek így reprezentációhoz juthatnak a menedzsmenti túlsúly megmarad, mely nehezítheti a részvényesi akarat felszínre kerülését. A részvényesek számára ugyanakkor az információs aszimmetria csökkentése, jelentős érdekképviseleti előrelépést jelent. 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 is betöltötte, nem tett meg mindent a könyvvizsgálatot és tanácsadást végző ugyanazon vállalat helyzetéből adódó összeférhetlenség megszüntetéséért. A kampány eredményeképpen a jelenlevő tulajdonosok a szavazatok 43%-át visszatartották, mely jóval felülmúlta a várt 20 %-os szintet (Institutional Investor Advocate 2004, pp 1.). Azzal, hogy az igazgatóság elnökére leadható szavazatok több mint 20%-át visszatartották, a tulajdonosok a soron következő igazgatóság elnökét megválasztó közgyűlésen saját jelöltet állíthatnak, mely megválasztás esetén a CalPERS-nek lehetőséget biztosít a vállalat stratégiai, valamint operatív ügyeibe történő mélyebb beavatkozásra és kontrolra.

³² Ezen szabályt Bruce Atwater 1991. október 17-én javasolta a Szenátus Banküggyekkel foglalkozó albizottságának (SEC Staff Report 2003.).

3.3.4 Adatok és módszertan

A vizsgálati mintába olyan vállalatok tartoznak, melyek 2004-ben a CalPERS szavazat visszatartási („no vote”) kampányának célpontjává váltak. Ezen 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.

A mintában szereplő 56 vállalat mindegyike az S&P 500 index része volt, így eme 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 -60. 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 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.

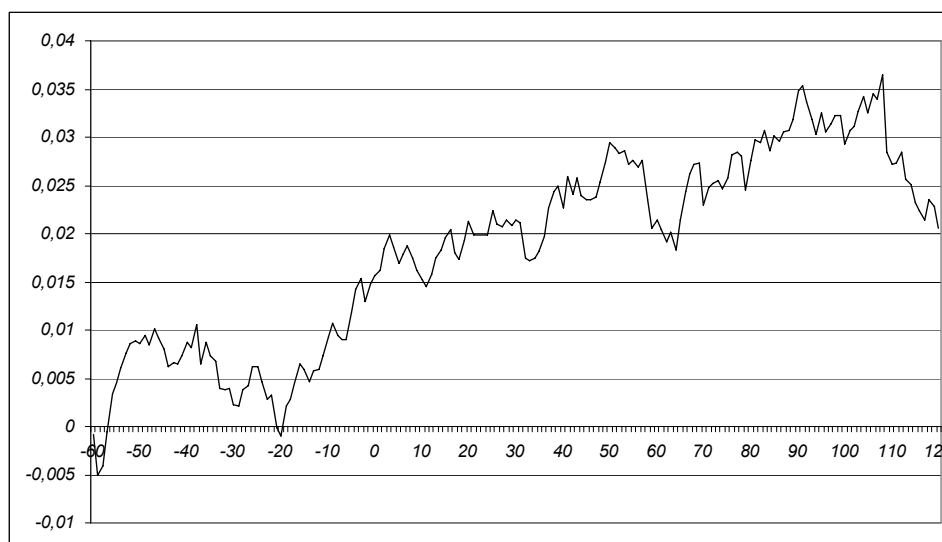
3.3.5 Eredmények

A CalPERS 2004-ben folytatott „no vote” kampányának, részvényárfolyamokra gyakorolt hatását az 13. ábra mutatja, melyen a teljes vállalati mintára számított kumulált abnormális hozamok alakulása látható

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

a csalódottság oka a jövőben elérhető hozam alacsony szintjének az előrejelzése, mely adódhat az elégtelen vállalati teljesítményből, de okozhatja a vállalatirányításban tapasztalható hiányosság, mely 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, mely a 108. napra egészen 3,6 százalékgig erősödik. Ezt követően az abnormális hozamok csökkenése kezdődik meg, mely a 120. napon 2%-os szintet jelent.

13. ábra: Teljes mintán számított kumulált abnormális hozam (CAR) a szavazat visszatarthatás hírének publikálása körül.



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

Az eredmények statisztikai erejének meghatározására a hipotézisvizsgálatban alkalmazott T-statisztikát használok³³. A vizsgálandó hipotézis szerint az eseményablak egyes periódusaiban az abnormális hozamok nullával egyenlők, továbbá az alternatív

³³ 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.

$$T = \sum_{t=1}^k AR_t / \sqrt{\sigma_{holdout}^2 \times M}$$

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

hipotézis az eseményablak vizsgálati periódusaiban az abnormális hozamok nullától való eltérését tételezi fel. A hipotézis vizsgálat eredményeiről a 9. 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 szignifikancia szintet veszek figyelembe. *Az eredmények azt mutatják, hogy egyik vizsgálati periódusban sem utasítható el a null hipotézis, mivel a vizsgálati periódusokra számolt abnormális hozamok nem térnek el nullától.* A hipotézis vizsgálat eredménye akkor sem változik, ha a holdout periódus elhelyezkedését megváltoztatom (-310-től 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 hipotézis vizsgálat eredményén és ebben az esetben sem vethető el az abnormális hozamok nullától való eltérése. *Ez az eredmény a CalPERS kampányának részvényárfolyamokra gyakorolt hatása szempontjából azt jelenti, hogy a befektetők nem számolnak a vállalat értékének növekedésével, mely a vállalatirányítási problémák eliminálódásából adódna.*

Az eredmény, a releváns irodalmat figyelembe véve, érdekes, mivel a szerzők többségében a nyugdíjalapok proxy javaslatai által kiváltott árfolyamhatásokat vizsgálták, és többnyire a hírmegjelenés körüli pozitív reakcióról számoltak be. Ahogy azt már az előzőekben is említettem, a proxy javaslatok 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. Feltéve, hogy a kampány szervezője képes saját jelöltjét az igazgatóságba bejuttatni, olyan pozícióba kerül, melyben a vállalat tevékenységével kapcsolatos információhoz való hozzájutás, valamint a döntéshozatalba történő beleszólás lehetővé válik. Ezzel szemben proxy javaslat elfogadása, még ha a menedzsment végre is hajtja azt, nem szavatolja az információs aszimmetria permanens megszűnését. A statisztikailag nem szignifikáns eredményt okozhatja a SEC rendelkezésének közelmúltban történő megjelenése, mely hasonló esetek jövőben lefolytatott vizsgálatát teszi szükségessé.

9. Táblázat: Teljes mintán, a piaci modell felhasználásával kalkulált abnormális hozamok összege, valamint a periódusokhoz tartozó hipotézis vizsgálatok.

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 különbségként 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.

	Esemény periódus							
	1	2	3	4	5	6	7	8
	<i>-34-től -2-ig</i>	<i>-15-től -2-ig</i>	<i>0-től 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>
	Panel A: holdout periódus -60-től -35. napig tart							
ΣAR	0,57%	0,64%	0,15%	0,31%	0,33%	0,58%	0,58%	0,49%
T érték	0,512	0,888	0,531	0,708	0,458	0,544	0,383	0,232
P érték	0,612	0,391	0,689	0,518	0,654	0,591	0,703	0,817
	Panel B: holdout periódus -310-től -61. napig tart							
T érték	0,546	0,947	0,567	0,756	0,489	0,580	0,409	0,247
P érték	0,589	0,361	0,672	0,492	0,633	0,566	0,684	0,805

Összegzésül, tehát elmondható, hogy az itt elvégzett empirikus vizsgálat eredménye az intézményi befektetők csoportjába tartozó állami nyugdíjalapok részvényesi aktivitásának részvényárfolyamokra gyakorolt hatását kérdőjelezi meg. Eme megállapítást a CalPERS állami nyugdíjalap igazgatóságának elnökét megválasztó közgyűlésen leadott szavazatok visszatartására felszólító kampányának vizsgálati eredménye támasztja alá. Annak ellenére, hogy a kampány kihirdetése körül kumulált abnormális hozam képződik, az eseményablak vizsgálati periódusaiban végzett szignifikancia vizsgálatok az abnormális hozamok nullától való eltérését nem erősítették meg. **Ez tehát azt jelenti, hogy a hír megjelenése nem készíti a befektetőket a részvényárfolyamok felértékelésére, melynek oka a jövőben realizált magasabb pénzáram megnövekedett jelenértéke lenne. Ez más szóval azt jelenti, hogy a részvényesek nincsenek meggyőződve afelől, hogy az aktív intézményi finanszírozó fellépése nyomán a javuló vállalatirányítási rendszer értéknövekedést indukál.** Eme empirikus eredmények, valamint a fejezetben tárgyalt külső és belső korlátozó tényezők alapján kijelentem, hogy a piacorientált vállalatkezelési rendszer, tulajdonosi aktivizmusra épülő pillére, nem képes egymaga megoldani a tulajdonlás és a döntéshozatal szétválásából adódó problémákat.

4 A tulajdonosi szerkezet, az ellenőrzés és a vállalati teljesítmény kapcsolata.

A piacorientált vállalatkezelési rendszerrel kapcsolatos problémák felsorolásában, s vizsgálatában eljutottunk a vállalat tulajdonosi szerkezete, s annak teljesítménye között húzódó összefüggések elemzéséhez. Mint ahogy az már ismert, a piacorientált vállalatkezelési rendszer feltételezése szerint a vállalatvezetés ellenőrzését tőkepiaci mechanizmusok, valamint a tulajdonosok szerepvállalása látja el. Eme feltételezés cáfolataként egyrészt a tőkepiaci mechanizmusok átmeneti elégtelenségét, másrészt az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmusának nem megfelelő hatékonyságát hoztam fel, s elemeztem. **Mivel a vállalatok tulajdonosai, s a vállalatvezetés kapcsolatának elemzése nem korlátozható egyetlen tulajdonosi csoportra, ezért ebben a fejezetben megvizsgálom a tulajdonosok között kialakuló interakció, s az ennek nyomán megjelenő ellenőrzés viszonyát, amelynek hatékonyságát a vállalat teljesítményén mérem le.**

A tulajdonlás és az irányítás szétválása az elméletben és a gyakorlatban egyaránt érdekkonfliktushoz, valamint információs aszimmetriához vezet (Berle és Means, 1932), mely megteremti a tulajdonosi érdeksérelem lehetőségét. Ahhoz, hogy a tulajdonos ez ellen felléphessen, s eme tevékenysége hatékony legyen, megfelelően nagy tulajdoni hányaddal kell, hogy rendelkezzen. Elméletileg a tulajdoni hányad és az ellenőrzés hatékonysága között pozitív kapcsolat áll fenn, azaz minél nagyobb a tulajdonos által birtokolt részvény pakett, annál jobb az érdekérvényesítő képessége. Mára azonban bebizonyosodott, hogy ez a lineáris kapcsolat nem minden esetben helytálló, hiszen a főtulajdonos kiléte mint független változó megváltoztatja az oksági kapcsolat menetét. A főtulajdonos kilétét mint exogén változót figyelembe vevő értekezések a különböző befektetői csoportok motivációjával, befektetési stratégiájával és horizontjával magyarázták az eltérő kapcsolatot. Mások a tulajdonosok birtokában lévő pakett nagyságának függvényében vizsgálták a kérdéses összefüggést, valamint, alacsony számban, de születtek olyan kutatások, melyek a tulajdonosok együttműködését független változóként kezelték.

A tulajdonosi koncentráció és a vállalati teljesítmény között fennálló pozitív lineáris kapcsolatot elsőként Morck és szerzőtársai (1988) a *vállalatvezetői tulajdon* figyelembevételével cáfolták meg. Eredményeik szerint alacsony koncentrációnál a hozamszint növekszik, közepes koncentrációnál csökken, míg magas esetén ismételten értéket növel³⁴. Ez tehát egy U-alakú függvényt jelent. Eme függvény középső szakaszán tapasztalható negatív kapcsolat Berle és Means (1932), s Jensen – Meckling (1976) elméletével teljes mértékben szemben áll, hiszen szerintük az érdekkonfliktus (ügynökprobléma) akkor szüntethető meg a leghatékonyabban, ha a vállalatvezetőket minél nagyobb mértékben bevonjuk a tulajdonosok körébe. A Berle és Means, valamint Jensen és Meckling által hangsúlyozott lineáris kapcsolatot Fama és Jensen (1983), valamint Stulz (1988) azzal egészítették ki, hogy az összefüggés csak akkor érvényesül, ha a vállalatvezetés nem él vissza erőfölényével, azaz nem sérti a kisebbségi tulajdonosok érdekeit, s nem akadályozza a vállalatot ellenőrző piac működését. Mint ahogy az már ismert a vállalatot ellenőrző piac (market for corporate control) a nyolcvanas évekig jellemző ellenséges felvásárlásokat jelenti, mely a vállalatvezetőket értékmaximáló teljesítményre sarkallja. A vállalatvezető akkor gördít akadályokat a vállalatot ellenőrző piac hatékony működése elé, ha a felvásárlás költségét megnöveli, s ezáltal a felvásárló vállalatot eltántorítja eredeti szándékától. Az érték és a vezetői tulajdoni hányad között húzódó viszony vizsgálatát tovább

³⁴ Az U-alakú függvényhez hasonló összefüggést talált McConnell és Servaes (1990), Mudambi és Nicosia (1998), valamint Short és Keasey (1997) is.

árnyalták, amikor iparági szegmentációt alkalmaztak. Cui és Mark (2002) olyan vállalatokat elemeztek, melyeknél intenzív kutatás – fejlesztés folyt, s azt találták, hogy az összefüggés W-alakú függvényt indukál. Ezzel részben alátámasztották Demsetz (1983) álláspontját, mely szerint a tulajdonosi szerkezet és teljesítmény kapcsolata függ a *vállalat típusától*, tevékenységétől, szervezeti felépítésétől. Következésképpen egy adott tulajdonosi szerkezet, koncentráció optimális lehet egy adott vállalat típusnál, míg egy másiknál értékromboló hatást fejthet ki.

A témában megjelent kutatások egy másik csoportja a *vezetői tulajdont*, s annak koncentrációját *endogén* változóként kezeli, mely azt jelenti, hogy a kauzális kapcsolat kétirányú is lehet. Eszerint a jó gazdasági teljesítmény okozhatja a növekvő vezetői tulajdoni hányadot – a vezető részesülni kíván a jó teljesítményből –, s a növekvő tulajdoni hányad megteremtheti a javuló teljesítményt (Demsetz és Villalong, 2001).

Végül pedig léteznek olyan kutatási eredmények, melyek teljes mértékben elvetik a vezetői tulajdon koncentrációját, s a teljesítmény közötti kapcsolat meglétét (Holderness, 2003) vagy szemmel nem látható, adatokkal nem reprezentálható, tényezőkre vezetnek vissza az esetleges együttmozgást (Himmelberg és szerzőtársai, 1999)³⁵.

Nem csupán a vállalatvezetők tulajdonosi szerepe és a vállalat értéke vagy teljesítménye közötti kapcsolat került a vizsgálatok középpontjába, hanem *külső finanszírozók* befolyásszerzése, s a teljesítmény interakciója is képezte már elemzések tárgyát. De ahogy a vezetők esetében sem, a külső finanszírozókkal kapcsolatos kutatásoknál sincsen konszenzus a tekintetben, hogy létezik-e oksági kapcsolat vagy sem. Shleifer és Vishny (1986) a külső tulajdonosok szerepét abban látják, hogy jelenlétük a felvásárlás veszélyét „lebegteti” a vezetés szemében, mely motivációs erőként hat, s értékmaximálást indukál. Ezzel szemben a külső tulajdonos túlzottan nagy befolyása a vállalat vezetése, s teljesítménye szempontjából oly fontos vállalatvezetői kreativitást, kezdeményezőkészséget elfojthatja (Burkart, Gromb, Panunzi, 1997), mely ismét csak a gazdasági teljesítmény csökkenését eredményezi. Brickley, Lease, és Smith (1988) az előző fejezetben már ismertetett intézményi befektető és a vállalat összefonódására hívja fel a figyelmet, mely a vállalatvezetés külső tulajdonos által történő támogatását okozhatja. A vezetés és külső tulajdonos közötti „baráti” kapcsolat Stulz (1988)

³⁵ Ilyen tényező lehet például egy országra vagy régióra jellemző kulturális-gazdasági környezet vagy a jellemző tulajdonosi összefonódások, melyek az évtizedek során alakultak ki.

szerint csökkentheti a vállalat értékét, hiszen az összefonódás növelheti az esetleges felvásárlás költségét³⁶.

Az eddig tárgyalt kutatási eredmények kapcsán elsősorban a tulajdonos és a vállalatvezető között húzóó érdekkonfliktust emeltem ki, ám a főbb és a kisebbségi tulajdonosok között feszülő érdekellentét hasonlóképpen fontos elemzési aspektus. Mivel bebizonyosodott, hogy a vállalatoknál a részvények többsége egy kisszámú blokktulajdonos (legalább öt százalékos tulajdoni hányaddal rendelkező részvényes) kezében összpontosul (La Porta és szerzőtársai, 1999; Barca és Becht, 2001) relevánssá vált a kérdés, hogy ezek a szereplők nem élnek-e vissza helyzeti előnyükkel, s nem használják-e ki a kisebbségi részvényeseket. Eme probléma alapján Grossman és Hart (1980) a blokktulajdonos által, a kisebbségi tulajdonosok kárára megszerzett hasznot „egyéni haszonnak”³⁷ nevezték el, mely egyben azt jelenti, hogy nem teljesül a vállalat értékének maximálása. A több blokktulajdonos³⁸ (MLS) jelenlétéből adódó következményeket leíró elméleti modelleket három csoportba lehet sorolni: az egyik a vállalatvezetők ellenőrzéséért folytatott versengést írja le (Bloch és Hege, 2001); a másik a domináns tulajdonos (legalább tíz százalékos tulajdoni részesedéssel rendelkező tulajdonos) többi blokktulajdonos által történő ellenőrzését modellezi (Pagano, Röell, 1998); a harmadik pedig a blokktulajdonosok együttműködésének hatását formalizálja (Zwiebel, 1995).

Lényeges különbség van a tulajdonosi koncentráció és teljesítmény közötti összefüggést kutató tanulmányok „koncentráció” definíciója tekintetében. A Demsetz és Lehn (1985) munkájára épülő elemzések (Hovey és szerzőtársai, 2003; Prowse, 1992; Wruck, 1989) a koncentrációt a tulajdonosok egy csoportjaként definiálták, s nem vizsgálták a csoport egyes tagjai által kifejtett izolált hatást. Ezzel szemben Zwiebel (1995) a változó koncentráció és a teljesítmény viszonyát modellezte. Eszerint külön exogén változó az első, a második, a harmadik, stb. legnagyobb tulajdonosok részvény pakettjének aggregátuma. A blokktulajdonosok részesedésének exogén változóba egyesével történő bevonása lehetőséget teremt annak megállapítására, hogy hány blokktulajdonos együttműködése teremti meg a hatékony ellenőrzést. Ezzel az eljárással vizsgálható továbbá az, hogy a legnagyobb

³⁶ A vállalat értéke és a befolyást szerző tulajdonos kilétének kapcsolatát Johnson és szt. (2000), Barclay és Holderness (1991), Bethel, Liebeskind, és Opler (1998), Allen és Phillips (2000), valamint Barclay, Holderness és Sheehan (2001) is vizsgálták.

³⁷ Az angol terminológiában ezt a hasznot „private benefit”-nek nevezik.

³⁸ A „több blokktulajdonos” az angolszász terminológiában „multiple large shareholder”-nek felel meg, melyet a fejezet során a az angolszász kifejezésből származtatott mozaikszóval hivatkozok - MLS.

tulajdonos visszaél-e erőfölényével, s képződik-e egyéni haszon, melyet Zwiebel a legnagyobb tulajdonos által történő „saját térkialakításnak”³⁹ nevezett el.

A Zwiebel-féle koncepciót Earle és szerzőtársai (2005) a Budapesti Értéktőzsde vizsgálatokor adaptálták, ugyanakkor differenciáltan kezelték a legnagyobb blokktulajdonost az általa birtokolt tulajdonrész nagyságának függvényében, s az 50 százalék tulajdoni hányadnál nagyobb részvény pakettel rendelkezőt domináns tulajdonosnak nevezték el. Domináns blokktulajdonos jelenlétekor megállapították, hogy a változó koncentráció negatív határhozammal jár, mely a legnagyobb blokktulajdonos által folytatott „saját tér kialakításának” tényét jelenti. A „koalíciós hatást” akkor vizsgálták, amikor nem volt domináns tulajdonos, s a feltételezés szerint a kisebbségi tulajdonosok együttműködése elengedhetetlen a hatékony ellenőrzés érdekében. A hipotézist azonban elvetették, s megállapították, hogy ilyen esetben is a konfliktus jellemzi a tulajdonosok viszonyát, mely nulla vagy negatív határhozámot generál. Ez az eredmény ellentétes Pagano és Röell azon feltételezésével, hogy a kisebbségi tulajdonosok koalíciója ellenőrzi a domináns tulajdonost, s ezáltal értéket teremt, hiszen ez esetben a konfliktus éppen értéket rombolt.

Ebben a fejezetben az eddig tárgyalt elemzési aspektusokra építve egyrészt azt vizsgálom, hogy a **változó tulajdonosi koncentráció**, hatással van-e a **vállalat teljesítményére**, azaz a **tulajdonosi koncentráció változása pozitív vagy negatív határhozámot generál-e**. Ezáltal tesztelem Zwiebel „saját térkialakítási” hipotézisét, valamint alternatív hipotézisként a „koalíciós hatást”. A „saját tér kialakítási” hipotézisét akkor fogadom el, ha a legnagyobb blokktulajdonos hatása pozitív, azonban a független változóba bevont második blokktulajdonos tulajdoni hányada teljesítménycsökkenést eredményez. Earle és szerzőtársaihoz hasonlóan különbséget teszek domináns és nem-domináns blokktulajdonos között. A domináns blokktulajdonost, szemben Earle és szt. 50 százalékos értékhatárával, 10 százalékban definiálom, így azon legnagyobb blokktulajdonosok, melyek tulajdoni hányada legalább tíz százalékos domináns blokktulajdonosnak minősülnek. A domináns blokktulajdonosokat definiáló tulajdoni hányad határt azért csökkentem tíz százalékra, mert a hipotézist Közép- és Kelet-Európában, valamint az Egyesült Államokban jegyzett vállalatok esetében vizsgálom, s a tengeren túli vállalatok mintájában nem szerepel 50 százalék szavazati hányaddal rendelkező részvényes. A domináns blokktulajdonos megfelelően nagy érdekérvényesítő képességéből adódóan a „saját tér kialakítás” valószínűbb azon vállalatoknál, ahol ezen típusú blokktulajdonos megtalálható. Ez

³⁹ Az eredeti műben ezt „create its own space” –ként fogalmazta meg a szerző.

továbbá azt jelenti, hogy a következő blokktulajdonos negatív határhozamat generál vagy más szóval eme tulajdonos érdekérvényesítése, a vállalatvezetők ellenőrzésében betöltött szerepe marginális. A „saját tér kialakítás” hipotézissel párhuzamosan a koalíciós hatást is vizsgálom. Eme effektus hatásának maximuma, a hipotézis szerint, akkor a legvalószínűbb, amikor a blokktulajdonosok között nem található domináns részvényes. Amennyiben a koalíciós hatás negatív határhozamat eredményez, akkor a blokktulajdonosok közötti interakció értékromboló, azaz konfrontálódásuk nyomán a vállalat működésének hatékonysága romlik.

A tulajdoni hányad méretén túl független változóként veszem számba a **tulajdonosok kilétét** is, mely eltérést jelent Earle és szerzőtársai által alkalmazott vizsgálathoz képest. Ahogy azt már említettem, a tulajdonosok kiléte az értékképződés szempontjából fontos lehet, hiszen a különböző csoportoknak eltérő érdekrendszere, motivációs háttere van (Maury, Pajuste, 2005). A tulajdonos kiléte a legnagyobb blokktulajdonos, legyen az domináns vagy nem-domináns, által megvalósított térkialakítás, s a többi blokktulajdonos által generált koalíciós hatás vizsgálatokor egyaránt szerepel. A tulajdonosok kiléte tekintetében három csoportot definiálok: belső tulajdonos, mely a vállalatvezetést, szakmai befektetőket tömöríti; befektetési alapokat; és intézményi befektetőket, mely nyugdíjpénztárakat, befektetési bankokat jelent. A koalíciós hatás esetében fontos szempont a koalíció homogenitása, azaz hogy a koalíció tagjai kilétüket tekintve eltérőek vagy megegyezők, hiszen együttműködésüket eltérő motivációjuk alapvetően determinálja.

A fejezetben végül azt elemzem, hogy a tulajdonosi koncentráció és a saját tér kialakítás, valamint a tulajdonosok kilétének térkialakításra és koalíciós hatásra vonatkozó összefüggése, hogyan változik **eltérő gazdasági környezetben**. Az eltérő gazdasági környezet alatt a földrajzi régió vállalatokra jellemző tulajdonosi szerkezetet értem, ezért a mintába kelet- és közép-európai, valamint az Egyesült Államokban jegyzett vállalatokat vonom be. Abból adódóan, hogy a közép- és kelet-európai vállalatok tulajdonosi szerkezete még a kontinentális európai vállalatokénál is koncentráltabb, ezzel szemben a tengeren túliak esetében a szórt tulajdonosi szerkezet a jellemző, azt feltételezem, hogy az USA-ban jegyzett vállalatoknál a koalíciós hatás erősebb lesz. Mivel az Államokban működő intézményi befektetők bizonyulnak a legaktívabb tulajdonosoknak, így itt erősebb értékképző hatásra számítok.

A keresztmetszeti mintán végzett regressziós elemzés eredménye részben megfelelt az előzetes várakozásoknak, részben pedig a hipotézis elvetéséhez vezetett, ugyanakkor egységesen igaz, hogy az eredmények statisztikailag nem szignifikánsak. Elsőként a tulajdon koncentrációja és a vállalatvezetés ellenőrzésének, azaz a vállalat teljesítményének

kapcsolatát vizsgáltam, s arra jutottam, hogy az Egyesült Államokban a domináns tulajdonos kialakítja saját terét, s nem tart igényt további blokktulajdonosok együttműködésére. Az így kapott negatív határhozzam a kollektív cselekvési probléma következményének felel meg, azaz a blokktulajdonosok konfrontálódása nyomán a vállalatvezetés döntéshozatalának hatásfoka romlik (Burkart, Gromb, Panunzi, 1997). A közép- és kelet-európai régióban a kollektív cselekvési probléma érdekes mód nem a domináns tulajdonos jelenlétekor, hanem annak hiánya esetén jelentkezik. Ezzel párhuzamosan a nem-domináns blokktulajdonos saját terét kialakítja, míg a domináns együttműködik, s ezáltal növekvő határhozzamot generál.

A domináns intézményi befektetők aktivizmusa alapján megfogalmazott hipotézist az Egyesült Államokban jegyzett vállalatokra elfogadtam, míg a közép- és kelet-európai régióban működőkre elvettem. Következésképpen a domináns intézményi finanszírozók kizárólag a tengerentúlon rendelkeznek a vállalatirányítás hatékony gyakorlásához szükséges tudással, s valószínűleg kapacitással. Feltehetően éppen az Egyesült Államokban jellemző intézményi befektetői aktivizmus az, ami kollektív cselekvési problémát szül eme szereplői csoport együttműködésekor, hiszen a homogén koalíció negatív határhozzamot eredményezett. Eme jelenséget a „sok bába közt elvész a baba” közmondás írja le a legmegfelelőbbben.

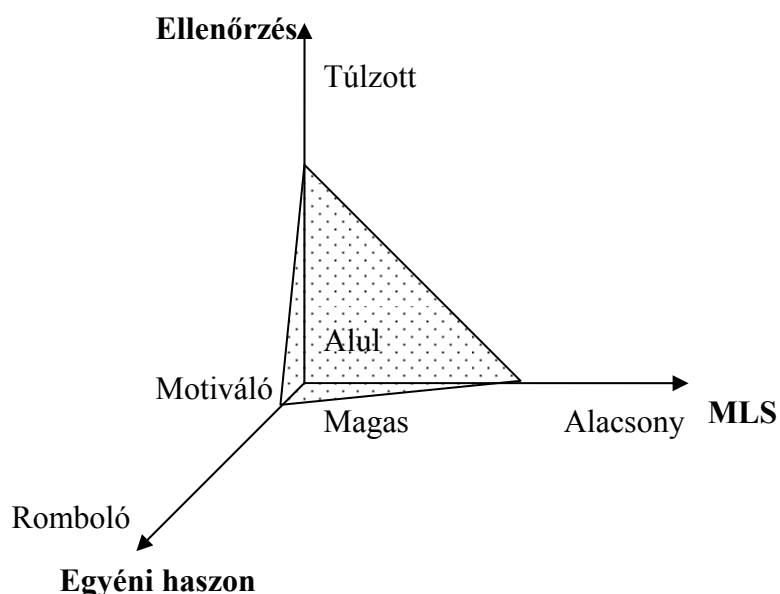
Összefoglalásul elmondható, hogy a különböző régiókra jellemző eltérő tulajdonosi szerkezettől függetlenül a vállalatvezetői ellenőrzéshez elegendő szavazati joggal rendelkező tulajdonos, a folyamatba, nem kíván további részvényeseket bevonni. Ez a magatartás azonban megváltozik akkor, amikor a szétaprózódott tulajdonosi szerkezet nem biztosít elegendő érdekérvényesítő erőt egyetlen tulajdonos számára. Bebizonyosodott továbbá, hogy a tulajdonos kiléte fontos magyarázó tényező a vállalatkormányzás, a vállalatvezetők ellenőrzésének hatékonysága szempontjából.

A fejezet második részében elemzem a több blokktulajdonos között kialakuló kölcsönhatásokat, s azok következményét leíró elméleteket. A harmadik részben az empirikus vizsgálat során használt adatsorokat, s a regressziós egyenlet fejlődését mutatom be. A negyedik rész a regressziós becslések eredményeit, s azok elemzését, míg az utolsó rész a végkövetkeztetéseket tartalmazza.

4.1 Több blokktulajdonos vállalatkormányzásra gyakorolt hatása – alternatív elméletek

Miután a kilencvenes évek végére empirikus bizonyítást nyert az a feltevés, hogy a vállalatok tulajdonosai, nem csak az európai kontinensen, de az Egyesült Államokban is, néhány nagyobb tulajdonos kezében összpontosulnak, felmerült a kérdés: hogyan változik a vállalatkormányzás által megoldandó probléma? Eredetileg, ugyanis a vállalatkormányzás rendszerének a vállalatvezető és a tulajdonosok közötti érdekkonfliktust kellett orvosolnia, mely Európában kiegészült a főtulajdonos és a nagyszámú kisebbségi tulajdonosok közötti feszültséggel. A több nagytulajdonos, azaz blokktulajdonos (blokktulajdonosról akkor beszélünk, ha a részvényes tulajdoni hányada legalább öt százalékos) jelenléte számos olyan kérdést vet fel, melyeket az előző két aspektussal kapcsolatban született elméletek nem tárgyaltak. Ilyen például a blokktulajdonosok között kialakuló interakció, mely jelenthet koalíciós együttműködést, blokktulajdonosok között az ellenőrzésért folytatott versenyt, főtulajdonos által történő kizorító hatást. Nem csupán a számos blokktulajdonos (MLS) között lejárló kölcsönhatás tisztázatlan, de annak következményei sem jutottak még nyugvópontra. Anélkül, hogy bármely, nem nagy számban megjelent, elmélet mellett letenném a voksomat, bemutatom az idáig ismert koncepciókat, melyek az MLS-ek kölcsönhatását, s annak következményét formalizálják.

14. ábra: A blokktulajdonosok számának, az ellenőrzésnek és az egyéni haszonnak a kapcsolata.



A következőkben bemutatandó elméleteket az 14. ábrán látható háromdimenziós térben helyezem el. Ennek a térnek az *MLS vektora* a blokktulajdonosok számát, tulajdoni hányaduk nagyságát, azaz a tulajdonosi szerkezet koncentrációját mutatja. Eme tengely origóhoz közelebbi vége a magas koncentrációt jelenti, tehát kisszámú, de annál nagyobb tulajdoni hányaddal rendelkező tulajdonosok esetét szimbolizálja. Az origótól távolodva a koncentráció csökken, mely a blokktulajdonosok számának növekedését, s tulajdonosi részesedésük csökkenését indukálja. Az alacsony eset ugyanakkor a tulajdoni hányad egyenlő eloszlását jelenti, de fontos hangsúlyozni, hogy ez nem egyezik meg a szórt tulajdonosi szerkezettel, hiszen akkor nem blokktulajdonosokról beszélünk.

A második vektor az *ellenőrzés* mértékét mutatja, mely az origótól távolodva erősödik, s annak végpontján a túlzott ellenőrzés található. Az ellenőrzés alatt a vállalat döntéshozatalába való beleszólás mértékét, folyamatok megfigyelését, eszközök felhasználása feletti diszpozíciót értem. A túlzott ellenőrzésről akkor beszélhetünk, ha a legnagyobb blokktulajdonos vagy a blokktulajdonosok koalíciójának tevékenysége, folyamatos beavatkozása csökkent a vállalati teljesítményt, s ezáltal értéket is.

A tér harmadik vektora a blokktulajdonos által megszerezhető *egyéni haszon* mértékét mutatja meg. Az origótól távolodva a haszon mértéke növekszik, mely a vállalat értékét tekintve romboló hatást fejt ki. Ez képletesen azt jelenti, hogy a legnagyobb blokktulajdonos a vállalat eszközeit saját céljainak elérésére használja fel, mely hátrányosan érinti a többi tulajdonost, hiszen a vállalat értéke nem éri el a lehető legmagasabb szintet. Az origóhoz közeledve a haszon csökken, így a tulajdonosok jogaival való visszaélés mértéke is kisebb. Az egyéni haszon szintje, ugyanakkor soha sem lehet zérus, mert akkor a legnagyobb blokktulajdonos nem vállalja fel az ellenőrzéssel kapcsolatban felmerülő költségeket, melyet a többi tulajdonos inaktivitásából származtatott potyautas probléma tovább növel. A költségek fedezése érdekében, azaz motivációs tényezőként szükség van az egyéni haszon alacsony szinten tartására.

Mindhárom elméleti vonulat az 14. ábrán szereplő háromdimenziós térben definiálja a problémát, ám az MLS vektorra jellemző interakciók tekintetében eltérés tapasztalható. Bloch és Hege (2001) a vállalatvezetők ellenőrzéséért folytatott *versengésben* látja az értékteremtő folyamatot, Pagano és Röell (1998) a legnagyobb blokktulajdonos kisebb blokktulajdonosok által történő *ellenőrzéseként* írja le, míg Zwiebel (1995) a blokktulajdonosok *együttműködését* formalizálja.

Boch és Hege (2001) szerint a vállalat teljesítményét, így a tulajdonosi értéket a blokktulajdonosok között, az ellenőrzésért, folyó *verseny* határozza meg, mely során a cél a

kisebbségi szavazatok elnyerése. Minél nagyobb a szavazatokért folytatott verseny, annál biztosabb a tulajdonosi értékmaximálás, valamint minél egyenlőbb a blokktulajdonosok szavazati joga, annál jobban rá vannak kényszerítve a kisebbségi tulajdonosok érdekeinek figyelembevételére. A modellben kettő blokk- és számos kisebbségi tulajdonos szerepel. A blokktulajdonosok saját stratégiai elképzeléseiket szeretnék a vállalatvezetés által elfogadtatni, melyhez szükségük van a kisebbségi tulajdonosok által az éves közgyűlésen nyújtott támogatásukra. A kisebbségi tulajdonosok a szavazás során egyrészt a blokktulajdonos szakmai kompetenciáját, az általa javasolt stratégiai irányt veszik figyelembe. Másrészt meg akarnak arról győződni, hogy a blokktulajdonosé a szavazati többség, s ezáltal az ellenőrzés elnyerését követően nem él vissza megszerzett pozíciójával, azaz a győztes nem folytat túlzott egyéni haszonszerzést. Az egyensúlyi helyzet egyrészt megköveteli az egyéni haszon alacsony szinten tartását, másrészt az ellenőrzés mértékének optimalizálását. Mindkét kritérium a vállalat jövőbeni teljesítményét determinálja, hiszen, ha a kisebbségi befektetők úgy ítélik meg, hogy az egyéni haszon mértéke túl nagy, akkor a vállalat tőkeköltsége emelkedik, s így csökkenti a teljesítményt, valamint megnehezíti a friss tőkéhez jutást. Ha az ellenőrzés túlzott, akkor a vezetői kezdeményezőképeség, kreativitás visszaszorul, s ezáltal a vállalat piaci helyzete romlik.

Maury és Pajuste (2005) ugyancsak a több blokktulajdonos között folyó verseny vállalati értékre gyakorolt pozitív hatását vallják, ugyanakkor a blokktulajdonosok egymáshoz viszonyított méretén, azaz az általuk tulajdonolt hányad nagyságán túl kilétüket is független változóként definiálják. Véggkövetkeztetésük szerint minél kisebb a tulajdoni hányadok között a különbség, azaz a tulajdoni megoszlás egyenlő, annál fokozottabb a tulajdonosok között az ellenőrzésért folytatott verseny, így az egyéni haszonszerzés elenyésző. Az egyenlő tulajdoni hányad eloszlás, azaz a fokozott verseny, azon vállalatoknál képzeli a legnagyobb értéket, melyek tulajdonosai között családok is megtalálhatóak. Ebből arra következtetnek, hogy a belső tulajdonosok, ez esetben egy család, nagyobb veszélyt jelent a többi blokktulajdonos számára, amennyiben ez a család többségi tulajdonnal rendelkezik. Ez más szóval azt jelenti, hogy az egyéni haszon megszerzésének veszélye, s ezáltal a többi blokktulajdonos érdekeinek kihasználása, akkor éri el maximumát, amikor a vállalatvezetés ellenőrzését egy család végzi.

A verseny hipotézissel szemben Zwiebel (1995) a közel megegyező tulajdoni hányaddal rendelkező blokktulajdonosok *koalícióba lépését* tételezi fel, a hatékonyabb ellenőrzés érdekében. Ez a különbség az 14. ábra tekintetében azt jelenti, hogy az MLS vektoron jobbra haladva Boch és Hege szerint verseny, míg Zwiebel szerint kohéziós erő, azaz koalíció alakul ki. Zwiebel három tulajdonosi szerkezetet különböztet meg egymástól:

csak egy többségi blokktulajdonos létezik, aki maximális ellenőrzést, s egyéni haszonszerzést valósít meg; egy domináns és számos blokktulajdonos létezik, akik nem szükségesek a vezetői kontroll ellátásához, s végül számos megegyező nagyságú blokktulajdonos végzi az ellenőrzést. Az egyéni haszonszerzés természetesen a koalíciós esetben, azaz az MLS vektor jobb végén a legalacsonyabb. A koalíció nem öleli fel az összes blokktulajdonost, hanem csak addig terjed, míg az ellenőrzéshez szükséges erő kialakul. Ha a koalíció mérete ezt a határt túllépné, akkor vagy túlzott ellenőrzés jönne létre, mely negatív hatását már ismerjük (Burkart és szt., 1997), vagy pedig a folyamatos konfrontációk az ellenőrzés hiányát eredményeznék. Az optimálisnál nagyobb koalíció, továbbá az egyéni haszon fajlagos csökkenését okozza, mely az egyes blokktulajdonosok számára ismételt hátrányos. Az egyéni haszon „oszthatóságával” kapcsolatban Barclay és Holderness (1989) azt találták, hogy már 25 százalékos tulajdoni hányadnál képződik az egyes koalíciótagok számára, feltéve, hogy domináns blokktulajdonos nem szorítja ki a kisebbségi részvényeseket. Mindamelllett, hogy bebizonyosodott az egyéni haszon oszthatósága, annak mértéke a koalíció méretének, azaz abban résztvevők számának növekedésével csökken (Gomes és Novaes, 2001). Növekvő koalíció esetén az egyéni haszonszerzés két hatás miatt válik nehezebbé: egyrészt a „alkuhatas” a koalíciótagok konszenzuskeresési folyamatát lassítja, valamint a „vitahatas”, mely az áthidalhatatlan ellentétek következtében az egyetértést megakadályozza. Eme két hatást tovább fokozhatja a koalíció heterogenitása, hiszen az eltérő kilétű részvényesek érdekrendszer nem megegyező (Boehmer, 2000).

Boch és Hege, valamint Zwiebel elmélete a tulajdonosi szerkezetet adottnak tételezi fel, s ez alapján vonnak le következtetéseket. Pagano és Röell (1998) ezzel szemben a tulajdonosi szerkezet kialakulását tudatosan tervezett folyamatként fogják fel. Ezt a folyamatot a vállalatot alapító tulajdonos indítja el, amikor egy adott befektetés finanszírozásához részvénytőkét von be. Az alapító tulajdonos ekkor a túlzott ellenőrzés és a nyilvános kibocsátás költsége közötti trade-off-ot mérlegeli. Ha a tőkebevonás zárt körben történik, akkor az új tulajdonosok érdekeik érvényesülése érdekében, az eredeti tulajdonos szemében, túl nagy tulajdoni hányadot, s ezáltal ellenőrzést követelnek meg. Ennek következtében az alapító elveszíti kizárólagos befolyását, valamint egyéni haszna csökken. Ezzel szemben, ha a nyílt kibocsátás mellett dönt, akkor fel kell vállalnia a kibocsátás nem csekély költségét, valamint azt a tényt, hogy az új részvényesek kiléte ismeretlen lesz számára. Mivel a nyílt kibocsátás nagyobb ellenőrzést hagy az alapító kezében, ezért a költségeket felvállalva tőzsdére viszi a vállalatot. Ekkor, az alapító, a kibocsátás során kialakuló blokkok méretét próbálja meg befolyásolni annak érdekében, hogy maximalizálja a

tőkebeáramlást és minimalizálja az ellenőrzést. Az így képződő blokkméretek az új tulajdonosok számára egy bizonyos szintű ellenőrzést tesznek lehetővé, ellenkező esetben a kibocsátáskor megajánlott árfolyam az addicionális kockázatból fakadóan túl alacsony lesz. A megtervezett folyamat, a tulajdonosi szerkezet tekintetében egy domináns blokktulajdonos és számos kisebb blokktulajdonos jelenlétét eredményezi.

4.2 Adatok és módszertan

Ebben a részben bemutatom azt a regressziós modellt, s annak evolúcióját, melynek felhasználásával a vállalatkormányzás rendszerét a tulajdonosi szerkezet függvényében vizsgálom. Az összefüggés részletesebb megértését a következő alkérdések megválaszolásán keresztül kívánom elérni:

1. A blokktulajdonosok számának növekedése, azaz a változó tulajdonosi koncentráció javítja-e az adott vállalat vállalatkormányzási rendszerét. Más szóval a fokozódó ellenőrzés létre hoz-e növekvő vállalati teljesítményt?
2. Hogyan változik az első pontban vázolt összefüggés, ha a legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni részesedése legalább tíz százalékos szintet ér el? A domináns blokktulajdonos együttműködik vagy elutasítja a többi blokktulajdonos ellenőrzésben való részvételét. „Együttműködési hatás” esetén további teljesítménynövekedést, míg elutasításkor, azaz „saját tér kialakításakor” teljesítménycsökkenést tapasztalhatunk.
3. A legnagyobb blokktulajdonos kiléte, együttműködés tekintetében hogyan befolyásolja a domináns blokktulajdonos magatartását?
4. A koalícióban résztvevő blokktulajdonosok kiléte okoz-e konfliktust a szereplők között, azaz képződik-e teljesítmény együttműködésük során? Teljesítménynövekedés az „együttműködési hatást”, míg a teljesítménycsökkenés a „konfliktushatást” jelenti.

Mielőtt részletesen bemutatnám a regressziós modellt, s annak fejlődését, elemzem a mintában szereplő vállalatok tulajdonságait, s tulajdonosi szerkezetét. A 669 elemű vállalati keresztmetszeti minta 2005 harmadik negyedévében megfigyelt adatokat tartalmaz. Elsőként a regressziós egyenletekben független változóként szereplő tulajdoni hányadokat mutatom be. A 10. táblázatban látható tulajdonosi kategóriák, átlag, s medián adatait vizsgálva, jelen elemzés során megfogalmazott tézisek szempontjából két fontos következtetés vonható le. Egyrészt nem helytálló Berle és Means (1932) azon feltevése, mely szerint a tengerentúlon a vállalatokat nagy számú, s elenyésző tulajdoni hányaddal rendelkező részvényes birtokol – ezzel párhuzamosan megerősítést nyertek La Porta és szerzőtársai, (1999) Barca és Becht,

(2001), valamint Becht, Röell, (1999) tanulmányaiban közölt empirikus eredmények. Másrészt pedig az érdekkonfliktus vizsgálata a tengerentúlon a tulajdonosok és a vállalatvezetés, míg Közép- és Kelet-Európában a domináns és kisebbségi tulajdonosok viszonylatában a legrelevánsabb. A Bearle és Means által megfogalmazott feltevést a C_1 változó, azaz a legnagyobb blokktulajdonos által birtokolt részesedés domináns kritériumot meghaladó értéke cáfolja (11,05). A cáfolat tovább erősödik azáltal, hogy az ötszáz elemű mintában található olyan vállalatot, mely főtulajdonosa az összes részvény közel a fele fölött diszponál (42,82 százalék). A tulajdonosok közötti erőviszonyok kiegyenlítetttségének tekintetében ugyanakkor a tengerentúli vállalatok előnyösebb helyzetben vannak, hiszen a legnagyobb, s a második legnagyobb blokktulajdoni hányad (B_2) között az eltérés ott kisebb, mint a KKE-i vállalatoknál – az átlagok közötti különbség 3,3 és 28,8 százalék. A vállalatvezetők ellenőrzését ellátandó összefogás, az első három blokktulajdonos esetén az USA-ban valószínűbb, mivel ott a harmadik blokktulajdonos (B_3) relatív⁴⁰ súlya nagyobb, mint a KKE-i mintában. A legnagyobb blokktulajdonosok részesedésének aggregátumát, a két régió tekintetében összehasonlítva, azt láthatjuk, hogy a tengerentúlon az összes blokktulajdonos együttes ereje (C_{Mind}) jelentősen elmarad nem csupán az összes, de a KKE-i vállalatok első két legnagyobb blokktulajdonosa (C_2) által reprezentálttól is. Azon várakozásunk, hogy az Egyesült Államokban a koalíciós hatás, míg a KKE-i vállalatoknál pedig a saját tér kialakítása lesz a jellemzőbb nem alaptalan, hiszen a tulajdonosi koncentráció az utóbbi régióban számottevően nagyobb.

Érdeemes továbbá részletesebben megvizsgálni az első három méretkategóriát (C_1 , B_2 , B_3) a tulajdonos kiléte, s az egyes csoportokhoz tartozó tulajdoni részesedés szempontjából. A 11. táblázatból kitűnik, hogy mindkét régióban a legnagyobb blokktulajdonosi kategóriában (C_1) az alapkezelők nem rendelkeznek öt százalékot meghaladó tulajdonosi részesedéssel. Ezzel szemben az első méretkategóriában a belső tulajdonosok rendelkeznek a legnagyobb befolyással, akiket az intézményi finanszírozók követnek. A két régió összehasonlításából az tűnik ki, hogy a KKE-i mintában a belső tulajdonosok jelentősebb erővel rendelkeznek, mely Faccio és Lang (2001) megfigyelésével megegyezik.

⁴⁰ Ez esetben relatív súly alatt az első és a második legnagyobb blokktulajdonos részesedéséhez viszonyított méretet értem.

10. Táblázat: A mintában szereplő vállalatok tulajdonosi koncentrációja 2005 harmadik negyedében (%).

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)						
Kategória	Változó	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Legnagyobb bt.	C ₁	11,05	5,99	0	9,64	42,82
Első két legnagyobb bt.	C ₂	16,46	8,18	0	15,43	55,61
Első három legnagyobb bt.	C ₃	19,19	10,29	0	18,38	61,57
Összes blokktulajdonos	C _{Mind}	21,24	13,27	0	18,38	86,78
Második legnagyobb bt.	B ₂	7,75	2,52	0	7,02	21,39
Harmadik legnagyobb bt.	B ₃	6,71	1,67	0	6,25	13,36
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)						
Kategória	Változó	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Legnagyobb bt.	C ₁	41,53	21,24	0	29,46	93,23
Első két legnagyobb bt.	C ₂	51,10	19,98	0	48,40	94,98
Első három legnagyobb bt.	C ₃	55,35	19,13	0	55,32	99,4
Összes blokktulajdonos	C _{Mind}	58,78	19,19	0	62,24	100
Második legnagyobb bt.	B ₂	12,73	7,69	0	11,27	47,08
Harmadik legnagyobb bt.	B ₃	8,10	2,75	0	7,64	19,88

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center, szerzők számításai

11. Táblázat: Az első három legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányadának leíró statisztikája tulajdonosi típus szerinti bontásban.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)						
Kategória	Típus	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Első legnagyobb	Intézményi	10,22	4,41	5,02	9,38	39,33
	Belső	15,84	10,26	5,11	12,52	42,82
	Alapkezelő	-	-	-	-	-
Második legnagyobb	Intézményi	7,62	2,29	5,06	7,02	17,63
	Belső	9,14	3,79	5,07	7,91	21,39
	Alapkezelő	7,32	2,44	5,21	6,68	16,07
Harmadik legnagyobb	Intézményi	6,79	1,74	5,00	6,27	13,36
	Belső	6,37	1,63	5,22	5,61	10,22
	Alapkezelő	6,27	0,98	5,03	6,17	8,13
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)						
Kategória	Típus	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Első legnagyobb	Intézményi	14,03	4,87	8,33	14,39	23,06
	Belső	42,53	20,94	5,61	42,64	94,98
	Alapkezelő	-	-	-	-	-
Második legnagyobb	Intézményi	8,66	2,89	5,00	8,35	14,62
	Belső	14,28	8,14	5,03	11,49	47,08
	Alapkezelő	19,82	16,05	10,00	11,12	38,35
Harmadik legnagyobb	Intézményi	7,04	1,70	5,05	6,99	11,78
	Belső	8,87	3,05	5,00	8,21	19,88
	Alapkezelő	-	-	-	-	-

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center, szerzők számításai

A bevezetőben már láthattuk eme erőteljes belső ellenőrzés pozitív, s negatív hatásait. A három tulajdonostípus befolyásának rangsora a második méretkategóriában csak a

tengerentúli vállalatoknál változatlan, szemben a KKE-i vállalatokkal, ahol az alapkezelők 19,82 százalékos átlagos tulajdoni hányaddal megelőzték a belső, s az intézményi finanszírozók csoportját. Az utolsó, azaz a harmadik méretkategóriában a tulajdonostípusok között nem mutatkozik nagy eltérés, s míg az USA-ban az intézményi befektetők, addig a KKE-i régióban a belső tulajdonosok dominálnak.

Ahhoz azonban, hogy az ellenőrzés intenzitásával, hatékonyságával kapcsolatban általános várakozásokat fogalmazhassunk meg, az egyes tulajdonostípus befolyásán túl vizsgálni kell a típusok méretkategóriákban való előfordulását, azaz az előfordulási frekvenciát. Ez tehát azt jelenti, hogy például a KKE mintában a második méretkategóriában az alapkezelők típus dominál 19,82 százalékkal, ugyanakkor ez alapján nem ildomos általánosítani, hiszen a 12. táblázatból kitűnik, hogy ez a magas érték három vállalat tulajdonosi szerkezetének figyelembevételével képződik. A 12. táblázat alapján általánosságban elmondható, hogy a tengerentúlon az intézményi finanszírozók előfordulása, mindhárom méretkategóriában, a legjellemzőbb, szemben a belső tulajdonosi jelenléttel. Ezzel szemben a KKE-i régióban a belső tulajdonosok sűrűbben fordulnak elő, mely a tulajdoni részesedésük tekintetében is dominanciát jelent (lásd 11. táblázat). A 10. és 11. táblázatot szemlélve a térkialakítás hipotézis tekintetében a KKE-i vállalatoknál inkább várható a nagyobb dominanciával rendelkező belső tulajdonosok kiszorító hatása, s ezzel párhuzamosan az egyéni haszonszerzés. A két táblázat tanulsága, továbbá megegyezik La Porta és szerzőtársai (1998) jogszabályi berendezkedés és tulajdonosi koncentráció közötti kapcsolatra vonatkozó hipotézisével. Szerintük ugyanis a polgári jog, mely a KKE régióra jellemző, kevésbé képes védeni a kisebbségi tulajdonosok érdekeit, mely az érdekérvényesítésre képes tulajdonkoncentrációt eredményez. Ezzel szemben az angolszász országokban hatékonyan működő magánjog a jogérvényesítés eme formáját nem teszi szükségessé.

12. Táblázat: A tulajdonosi típusok tulajdonosi kategóriák közötti abszolút és százalékos eloszlása.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)					
Típus		C ₁	B ₂	B ₃	Összesen
Intézményi	Előfordulás	381	259	151	791
	%-os arány	85,23%	83,01%	82,97%	84,06%
Belső	Előfordulás	66	30	9	105
	%-os arány	14,77%	9,62%	4,95%	11,16%
Alapkezelő	Előfordulás	0	23	22	45
	%-os arány	0,00%	7,37%	12,09%	4,78%
Összesen	Előfordulás	447	312	182	941

B Panel: KKE vállalatok (N = 169)					
Típus		C₁	B₂	B₃	Összesen
Intézményi	Előfordulás	9	37	32	78
	%-os arány	5,3%	21,9%	18,9%	20,8%
Belső	Előfordulás	156	84	53	293
	%-os arány	92,3%	49,7%	31,4%	78,1%
Alapkezelő	Előfordulás	0	3	0	3
	%-os arány	0%	1,8%	0%	1,06%
Összesen	Előfordulás	165	124	86	375

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center, szerzők számításai

Megjegyzés: A kategóriákban a típusok összesített előfordulása azért nem éri el az 669-et (N), mert vannak vállalatok, melyek tulajdonosai között nem található 5%-ot meghaladó tulajdoni hányaddal rendelkező befektető.

A független változók vizsgálata után a függő változók leíró statisztikáját a 4. táblázat tartalmazza. Független változóként, az irodalomban leggyakrabban használt, saját tőke arányos megtérülési mutatót (*ROE*) és működési hatékonyságot (*MH*) mérő mutatót használtam. A saját tőke arányos megtérülési mutatót (*ROE*) az adózott eredmény és saját tőke hányadosaként, míg a működési hatékonyság mutatót (*MH*) az árbevétel és a foglalkoztatottak számának hányadosaként definiáltam. A könnyebb kezelhetőség érdekében az *MH* mutatót logaritmizáltam (*Log(MH)*). Az alkalmazottak számának, régiók közötti összevetéséből kitűnik, hogy a Standard & Poors 500-as minta, mivel az Egyesült Államokban jegyzett ötszáz legnagyobb vállalatot tömöríti, minden argumentuma nagyobb mint a KKE mintában szereplő vállalatoké. A regressziós becslés során, eme különbségből származó torzításokat az alkalmazottak számának mint független változónak felhasználásával küszöbölöm ki. Azon túl, hogy az alkalmazottak számát korrekciós tényezőként használom fel, vizsgálhatóvá válik Demsetz és Lehn (1985) megállapítása, mely szerint minél nagyobb a vállalat, annál alacsonyabb a tulajdonosi koncentráció. Az előzőekben elemzett táblázatok, s a 13. táblázat ezt az álláspontot teljes mértékben alátámasztja, hiszen az Egyesült Államokban, ahol a mintában szereplő vállalatok mérete tízszerese a KKE vállalatokénak, a tulajdonosi koncentráció jelentősen alacsonyabb.

13. Táblázat: ROE mutatónak, működési hatékonyságnak, Log(MH), foglalkoztatottak számának leíró statisztikája.

Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)						
Változó	Definíció	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
ROE	Tőkemegtérülési mutató	18,86	26,00	-96,99	16,15	316
Log(MH)	Log(Működési hatékonyság)	5,53	0,65	0,01	5,53	7,02
ASZ	Alkalmazottak száma	43 822	95 215	360	19 847	1 700 000

B Panel: KKE vállalatok (N = 169)						
Változó	Definíció	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
ROE	Tőke megtérülési mutató	16,46	55,55	-350	13,18	611,27
Log(MH)	Log(Működési hatékonyság)	6,06	2,01	2,83	5,62	27,36
ASZ	Alkalmazottak száma	4126	7080	27	1858	36150

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center, szerzők számításai

Megjegyzés: ROE = adózott eredmény/saját tőke; MH = árbevétel/alkalmazottak száma

Rátérve a regressziós modell bemutatására elsőként a tulajdonosi koncentráció és a vállalati teljesítmény kapcsolatát becslöm meg a (17) egyváltozós regressziós modell felhasználásával. Ebben az Y_i a ROE és $Log(MH)$ függő változókat, míg a B_{ji} a független változó i -edik vállalat j -edik koncentrációs mutatóját jelenti. Annak érdekében, hogy az egyes blokk tulajdonosi szintek izolált hatását becslni tudjam a C_2 és C_3 mutatókból a második (B_2) és harmadik (B_3) legnagyobb blokk tulajdonos tulajdoni hányadát is be kell vonni az elemzésbe. Azaz egymástól elkülönítve becslöm a függő (Y_i) és a C_1 , B_2 és B_3 változók között meglévő kapcsolatot. Az egyenletben a β_1 és β_2 a regresszió lineáris együtthatói, míg az ε_i a sztochasztikus hibátagot jelenti.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 B_{j_i} + \beta_2 M_i + \varepsilon_i \quad (17)$$

Több blokk tulajdonos együttes jelenlétének hatása szempontjából lényeges kérdés a legnagyobb blokk tulajdonos tulajdoni hányadának nagysága. Ha 10 százalékot meghaladja, tehát domináns blokk tulajdonosról van szó, akkor céljai eléréséhez nem feltétlenül van szüksége más blokk tulajdonosok támogatására, valamint többletjogai és információszerző képességével könnyen visszaélhet, ezáltal megkárosítja a kisebb blokk tulajdonosokat. A legnagyobb blokk tulajdonos dominanciájának hatását a D_{DOM} dummy változó bevonásával becsljük meg. A D_{DOM} dummy változó eggyel egyenlő, ha C_1 változó 10 százaléknál nagyobb vagy egyenlő, valamint 0 ha C_1 10 százaléknál kisebb. Ha C_1 nem-domináns, akkor hatását a δ_1 koefficiens, míg a koalíció hatását ($C_{mind} - C_1$) a δ_2 koefficiens mutatja meg. Dominancia esetén $\delta_1 + \delta_3$ a legnagyobb blokk tulajdonos, míg $\delta_2 + \delta_4$ a további blokk tulajdonosok összefogásának hatását méri. Az összefüggést a (18) modell foglalja össze.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM}] (C_{mind} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (18)$$

A bevezetőben, s a dolgozat második fejezetében tárgyalt tulajdonosi aktivizmus, melyben az intézményi befektetők kiemelt szerepet játszanak a (19) regressziós modellben

jelenik meg. A D_{TP} dummy változó a C_I blokktulajdonos típusát, kilétét specifikálja, mely intézményi, ha D_{TP} eggyel egyenlő, s zérus, ha a tulajdonos kiléte belső vagy alapkezelő. Így tehát, ha a legnagyobb blokktulajdonos nem-domináns és nem intézményi, akkor teljesítményre gyakorolt hatását a δ_1 koefficiens mutatja meg, míg a koalícióét a δ_2 . A dominancia kérdését ez a modell is a (18)-hoz hasonlóan kezeli, azaz D_{DOM} dummy változó eggyel egyenlő, ha C_I változó 10 százaléknál nagyobb vagy egyenlő, valamint 0 ha C_I 10 százaléknál kisebb. A δ_1 koefficiens nem-domináns C_I esetén veendő figyelembe, míg a δ_2 együtttható a koalíciós ($C_{mind} - C_I$) hatást szemlélteti. A tulajdonosok típusainak hatását λ_1 és λ_2 lineáris együttthatók mérik. Így tehát, ha a legnagyobb blokktulajdonos (C_I) domináns és intézményi, akkor ez a tulajdonság a vállalat eredményét $\delta_1 + \delta_3 + \lambda_1$ mértékben befolyásolja, emellett a koalíció hatását $\delta_2 + \delta_4 + \lambda_2$ együttthatók összege mutatja meg.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP}] (C_{mind} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (19)$$

Az egyes befektetői csoportok érdekei között fennálló különbséget, mely a koalícióalkotás szempontjából lényeges, a (20) modell vizsgálja. A D_{HOM} dummy változó a kizárólag intézményi befektetőkkel álló koalíciónál egységnyi értéket vesz fel, míg heterogén csoportnál 0-t. A γ_1 koefficiens a homogén koalíció teljes hatáshoz való hozzájárulását méri.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP} + \gamma_1 D_{HOM}] (C_{mind} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (20)$$

4.3 Eredmények

Ebben a részben a (17) – (20) regressziós egyenletek futtatásának eredményeit közlöm, s elemzem, melyeket az 500 elemű S&P, valamint a 169 elemű KKE-i vállalatokon külön végeztem el. A közölt táblázatok „A” paneljaiban a tengerentúli, míg „B” paneljaiban a KKE-i mintára kapott eredmények láthatóak. A eredményeinkről egységesen elmondható, hogy statisztikailag nem szignifikánsak, ugyanakkor érdemes megvizsgálni bennük rejlő gazdasági mondanivalót.

Elsőként, a (17) modell felhasználásával, a vállalati teljesítmény és a blokktulajdonosi csoportok közötti kapcsolatot vizsgálom, s a becslés eredményeit a 14. táblázatban közlöm.

Az „A” panelben a *ROE* mutatónál a koncentráció növekedésével a hatás mértéke csökken, majd pedig negatív irányban befolyásolja a vállalati teljesítményt. Ez a kapcsolat a működési hatékonyság mutatónál már a kezdetekben is negatív, de ahogy nő a koncentráció, úgy csökken az ellentétes hatás mértéke. Ha figyelembe vesszük a *Log(MH)*-nál a növekvő értékeket, akkor kijelenthetjük, hogy a hatás ellentétes a *ROE* mutatónál tapasztaltakkal, mely esetében a növekvő számú blokktulajdonos egymással érdekkonfliktusba kerülve nem képes a vállalatvezetés hatékony kontrolljára, s ezáltal a vállalati teljesítmény növelésére. Mivel a standard hiba a koncentráció növekedésével nem emelkedik, így a *ROE* és *Log(MH)* változókkal kapcsolatban kijelenthető, hogy a lineáris együttható változását nem a koncentrációból származó adatokban jelentkező „zaj” okozza.

A KKE régióban jegyzett vállalatok legnagyobb blokktulajdonosai mind a *ROE*, mind pedig a *Log(MH)* mutatók figyelembevételkor, képesek a vállalatvezetés ellenőrzésére, hiszen a C_1 változókhoz tartozó lineáris együtthatók pozitívak. Az „A” panelon, *ROE* és *Log(MH)* függő változóknál észlelt, ellentétes összefüggés a KKE mintánál már nem jelentkezik. Mindkét függő változónál azt láthatjuk, hogy a második blokktulajdonosi csoport ellenőrző hatása csökken – a *ROE* változónál még negatív tartományba is átcsap –, így a „térkialakítás” tételét elfogadhatjuk. A térkialakítás tételével párhuzamosan azt is kijelenthetjük, hogy a két legnagyobb blokktulajdonos, feltehetően érdek összeütközések nyomán, hátráltatja a vállalat működését, s ezáltal teljesítménycsökkentő hatást vált ki. A harmadik blokktulajdonosi csoport tekintetében a két endogén változóra kapott lineáris együtthatók már nem rajzolnak ki egységes képet, hiszen a sajáttőke arányos megtérülési mutató és a C_3 változó közötti kapcsolat pozitív, míg a logaritmizált működési hatékonyság változónál negatív. Ez tehát az első esetben értékteremtő, míg a másodikonál csökkentő hatást jelent.

A két régió eredményeinek összevetése meglehetősen érdekes következtetéseket enged levonni. Egyrészt a *ROE* változó tekintetében, az Egyesült Államokban a legnagyobb blokktulajdonos ellenőrző tevékenysége sokkal hatékonyabb, mint a KKE mintánál. Másrészt a két legnagyobb blokktulajdonos koalíciója a tengerentúlon értékteremtő, míg a hazánk régiójában értékcsökkentő. A második észrevétel nem meglepő, hiszen a szórt tulajdonosi szerkezetben a tulajdonosok együttműködésétől joggal várható el az értékteremtés, szemben a magas koncentrációnál az együttműködés kevésbé szükséges. Meglepő ugyanakkor a C_1 változókhoz tartozó együtthatók közötti nagy különbség, hiszen a magasabb koefficiens a magas koncentrációnál lenne várható, hiszen ott a legnagyobb blokktulajdonos befolyása ezt lehetővé teszi. Ezzel szemben azt láthatjuk, hogy a KKE mintában a C_1 hatása elenyésző a

tengerentúlihoz képest, azaz az amerikai vállalatok legnagyobb blokktulajdonosai hatékonyabban képesek fellépni a vállalatvezetés ellenőrzésekor, s ezáltal magasabb vállalati teljesítményt képeznek. A logaritmizált működési hatékonyság változónál ez az erőteljes különbség nem áll fenn, sőt az összefüggés a *ROE*-nél levont következtetésekkel ellentétes.

14. Táblázat: A növekvő tulajdonosi koncentráció vállalati teljesítményre gyakorolt hatása.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)					
Függő változó					
ROE			Log(MH)		
C_1	C_2	C_3	C_1	C_2	C_3
8,67	1,82	-1,65	-0,60	-0,35	-0,23
(16,39)	(12,08)	(9,62)	(0,27)	(0,20)	(0,16)
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)					
Függő változó					
ROE			Log(MH)		
C_1	C_2	C_3	C_1	C_2	C_3
0,13	-0,07	0,059	0,01	0,0093	-0,02
(0,098)	(0,025)	(0,061)	(0,01)	(0,02)	(0,063)

*Megjegyzés: Független változók: C_1 – legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányada; C_2 – első kettő legnagyobb blokktulajdonos együtt; C_3 – első három legnagyobb blokktulajdonos együtt. Zárójelben a standard hiba látható. *** - 1%-os szignifikancia; ** - 5%-os szignifikancia; * - 10%-os szignifikancia-szintet jelöl.*

A C_2 és C_3 koncentrációs mutatókat felbontva a 15. táblázatban láthatjuk az egyes tulajdonosi csoportok izolált hatását. Az Egyesült Államokban jegyzett vállalatokra vonatkozó *ROE* függő változót tartalmazó regressziós becslés eredménye nem okoz meglepetést, hiszen ott a második és harmadik blokktulajdonos csökkentette a vezetői kontroll hatékonyságát. A működési hatékonyság esetében viszont ellentmondás látszik az egyes tulajdonosi csoportok izolált és a koncentrációs mutatók hatásai között. Míg a koncentrációs mutatóknál növekvő hatékonyság (csökkenő negatív hatás) volt a jellemző, addig az egyes tulajdonosi csoportoknál a koefficiensek csökkenő tendenciát mutatnak. Ez más szóval azt jelenti, hogy a második és harmadik blokktulajdonos tovább csökkenti a kontroll hatékonyságát.

A KKE-i mintán végzett tesztek ugyancsak ellentmondásokra vezettek, hiszen a koncentrációs mutatók (C_1 , C_2 , C_3) vizsgálata a koalícióban lezajló konfrontáció nyomán keletkező értékvesztésről tanúskodik (az értékvesztés a *ROE* estén a második – C_2 – míg a *Log(MH)*-nál a harmadik – C_3 szinten jelentkezik). Ha azonban a blokktulajdonosok egyedi

hatásait nézzük – 14. táblázat B panelja –, akkor azt láthatjuk, hogy a *ROE*-nél a blokktulajdonosok által egyenként végzett ellenőrzés hatékony. Összességében ez tehát azt jelenti, hogy a blokktulajdonosok képességei megvannak a hatékony ellenőrzésre, de együttműködésre képtelenek, s ezáltal hátráltatják a vállalati döntéshozatalt. A *ROE* mutatóval kapcsolatban levont következtetések ugyanakkor pont ellentétesek a *Log(MH)* változónál tapasztaltakkal, hiszen ott az egyedi hatás, a legnagyobb blokktulajdonost leszámítva negatív, míg a két legnagyobb blokktulajdonos között létrejövő koalíció következménye pozitív.

15. Táblázat: Az első három blokktulajdonos egymástól függetlenül becsült hatása a függő változókra.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)					
Függő változó					
ROE			Log(MH)		
<i>C</i> ₁	<i>B</i> ₂	<i>B</i> ₃	<i>C</i> ₁	<i>B</i> ₂	<i>B</i> ₃
8,67	-115,58	-187,84	-0,600	-1,990	-2,92
(16,39)	(50,50)	(107,64)	(0,27)	(0,80)	(1,60)
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)					
Függő változó					
ROE			Log(MH)		
<i>C</i> ₁	<i>B</i> ₂	<i>B</i> ₃	<i>C</i> ₁	<i>B</i> ₂	<i>B</i> ₃
0,1	0,24	0,24	0,01	-0,014	-0,017
(0,2)	(0,22)	(0,23)	(0,007)*	(0,007)*	(0,008)**

*Megjegyzés: Független változók: C₁ – első legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányada; B₂ – második legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányada; B₃ – harmadik legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányada. Zárójelben a standard hiba látható. *** - 1%-os szignifikancia; ** - 5%-os szignifikancia; * - 10%-os szignifikancia-szintet jelöl*

Az „együttműködési” és „saját tér kialakítási” hatások további teszteléséhez különbséget kell tennünk a legnagyobb tulajdonos befolyása tekintetében, azaz dominancia és a dominancia hiánya között. Ahogy azt már a (18) regressziós egyenlet bemutatásakor hangsúlyoztam a dominancia határa a 10 százalékos tulajdonosi részesedés. Ez tehát azt jelenti, hogy eme szintet elérő vagy meghaladó részesedéssel rendelkező befektetőt domináns tulajdonosként veszem számba. A 16. táblázatban δ_3 változóhoz tartozó értékek a domináns blokktulajdonos hatását mutatják. Eszerint a saját tőke arányos megtérülési mutató kapcsán, a vizsgálat alá vont két régió viszonylatában kijelenthető, hogy ellentétes összefüggés húzódik meg, hiszen a tengerentúlon „saját tér kialakítás”, míg a KKE mintában „együttműködési hatás” a jellemző. Figyelembe véve a két mintára jellemző tulajdonosi szerkezetet ez az

eredmény igencsak meglepő, hiszen a feltételezés szerint – melyet a már bemutatott irodalom is alátámaszt – a domináns tulajdonos a magasabb koncentrációjú vállalatokban nagyobb valószínűséggel él vissza erőfölényével, s az információs aszimmetriából származó információ monopóliumával. Eszerint tehát a tengerentúlon az alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező tulajdonosok kooperációjára, míg a KKE régióban a főtulajdonosok kizárólagos ellenőrző szerepére lehetne számítani. Ugyanezen függő változónál az alacsonyabb befolyás (dominancia hiánya) a két régióban fennálló összefüggést megfordítja, s a KKE vállalatokban a kiszorító ($\delta_1 = 5,32$; $\delta_2 = -1,94$) míg a tengerentúliakban az együttműködési hatás ($\delta_1 = -9,34$; $\delta_2 = 3,61$) alakul ki. Ez az eredmény az S&P vállalatoknál megfelel az előzetes várakozásoknak, hiszen ott nem várható el az alacsony befolyással rendelkező tulajdonosoktól, hogy egyedül vállalják fel a vállalatvezetés költséges és időigényes ellenőrzését, s az ehhez feltétlenül szükséges információgyűjtést, feldolgozást. A régióink vállalataira kapott eredmény, ahogy az a dominancia esetén is ellentétes a témában elemzett irodalom alapján kialakított előzetes várakozásokkal.

Az ellenőrzés teljes csődje a tengerentúli vállalatoknál akkor figyelhető meg, amikor a legnagyobb blokktulajdonos domináns és a vállalat teljesítményét a logaritmizált működési hatékonyság mutatóval mérjük. Ekkor ugyanis mind a domináns tulajdonoshoz, mind pedig a többi részvényes együttműködéséhez tartozó lineáris együtttható negatív előjellel szerepel. A koalíció működése tekintetében ez az eredmény nem meglepő, hiszen a *ROE* mutatónál ezt már tapasztaltuk, azonban ott a domináns tulajdonos ellenőrző tevékenysége eredményes, azaz teljesítménynövelő volt. Ugyanebben a régióban, s függő változónál a dominancia hiánya jótékony hatással van a teljesítményre, hiszen a legnagyobb blokktulajdonos, valamint a többi tulajdonos koalíciója képes növekvő határhozamot produkálni. Ugyanez azonban nem mondható el a KKE régióba tartozó vállalatokról, hiszen ott a nem-domináns tulajdonos a vállalatvezetést hátráltatja döntései meghozatalában. A *Log(MH)* függő és a dominanciát specifikáló változó között ezúttal az előzetes várakozásnak megfelelő összefüggés olvasható ki, azaz a domináns tulajdonos nem tart igényt további részvényesi segítségre a vállalatvezetés ellenőrzése során, s így az általa képzett érték pozitív, míg a koalícióé negatív előjelű.

A két függő változóra kapott eredményekkel kapcsolatban összegzésül elmondható, hogy konzisztenciáról csak az S&P vállalatok mintájánál, a koalíció hatása tekintetében beszélhetünk. Ekkor ugyanis dominancia (nem-dominancia) esetén a lineáris együtttható egységesen negatív (pozitív) előjelű. Ugyanez a KKE régiónál már nem mondható el.

16. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása, a legnagyobb blokktulajdonos dominanciája vagy dominancia hiánya esetén.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)							
Függő változó							
ROE				Log(MH)			
δ_1	δ_3	δ_2	δ_4	δ_1	δ_3	δ_2	δ_4
-9,34	21,00	3,61	-16,53	1,17	-1,27	0,14	-0,16
(55,26)	(42,94)	(18,69)	(22,49)	(0,91)	(0,71)	(0,31)	(0,37)
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)							
Függő változó							
ROE				Log(MH)			
δ_1	δ_3	δ_2	δ_4	δ_1	δ_3	δ_2	δ_4
5,32	-5,03	-1,94	2,29	-0,13	0,11	0,11	-0,13
(7,98)	(7,91)	(5,32)	(5,38)	(0,28)	(0,28)	(0,18)	(0,19)

Megjegyzés: δ_1 – nem-domináns blokktulajdonos (<10%) hatása; δ_3 – domináns blokktulajdonos (>10%) hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem-domináns blokktulajdonos esetén a koalíció hatása; δ_4 – koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns blokktulajdonos esetén ($\delta_2 + \delta_4$) Zárójelben a standard hiba látható. *** - 1%-os szignifikancia; ** - 5%-os szignifikancia; * - 10%-os szignifikancia-szintet jelöl.

Az intézményi finanszírozók aktív tulajdonosi szerepvállalásának következménye tekintetében az eredmények nem minden esetben konzisztensek a két függő változó között. Ez az inkonzisztencia azzal magyarázható, hogy az irodalom sem egységes tekintetben, hogy ez a mechanizmus szolgálhat-e más vállalatirányítási mechanizmus alternatívájaként, hiszen a kérdést vizsgáló empirikus elemzések végkövetkeztetései számos esetben ellentétesek egymással.

Ahogy az a 17. táblázatból is kiolvasható a legnagyobb ellentmondás a tengerentúli mintán becsült lineáris együtthatóknál tapasztalható, hiszen ott a ROE és Log(MH) függő változókra kapott eredmények ellentétesek. A saját tőke arányos megtérülési mutatót az intézményi finanszírozó jelenléte pozitív irányban befolyásolja, míg a koalíció ebben az esetben negatív hatást fejt ki. Ez az eredmény az intézményi befektetők tevékenységével kapcsolatban a térkialakító hipotézis elfogadását jelenti, továbbá tulajdonosi aktivizmusuk hatékonyságát támasztja alá. Amikor a vállalat teljesítményét a logaritmizált működési együtthatóval mérjük, akkor a változók közötti összefüggés fordított, azaz az intézményi befektető aktivizmusában eredménytelen, míg a jelenlétében formálódó tulajdonosi koalíció eléri célját.

17. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása a függő változókra, a legnagyobb blokktulajdonos dominanciája vagy dominancia hiányának függvényében.

A Panel: S&P500-ban szereplő vállalatok (N = 500)					
Függő változó					
ROE					
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
-10,92	18,45	9,64	19,38	-14,97	-20,41
(55,41)	(43,37)	(24,87)	(26,76)	(22,67)	(24,82)
Log(MH)					
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
1,22	-1,26	-0,07	0,09	-0,18	0,3
(0,92)	(0,72)	(0,41)	(0,44)	(0,37)	(0,40)
B Panel: KKE vállalatok (N = 169)					
Függő változó					
ROE					
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
5,81	-5,45	-9,74	-1,79	2,23	4,76
(7,55)	(7,48)	(1,92)	(5,03)	(5,06)	(1,14)
Log(MH)					
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
-0,15	0,13	-0,002	0,12	-0,14	-0,01
(0,29)	(0,29)	(0,07)	(0,19)	(0,19)	(0,04)

Megjegyzés: $N = 437$. δ_1 – nem-domináns blokktulajdonos hatása; δ_3 – domináns blokktulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem-domináns blokktulajdonos esetén a koalíció hatása; δ_4 – koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns blokktulajdonos esetén ($\delta_2 + \delta_4$); λ_1 és λ_2 – intézményi befektetők egyéni és jelenlétükben a koalíció hatását jelenti; Zárójelben a standard hiba látható. *** - 1%-os szignifikancia; ** - 5%-os szignifikancia; * - 10%-os szignifikancia-szintet jelöl.

A KKE mintán végzett tesztek az intézményi finanszírozók eredményessége tekintetében egységesek, azaz elvetik a tulajdonosi aktívizmus nyomán keletkező értékképződés hipotézist. Ez a régióban bejegyzett, s itt működő pénzügyi befektetők szerepvállalását és magatartását tekintve nem meglepő, hiszen a külföldi szereplők a piac kicsiny mérete miatt nem tekintik a régiót a tulajdonosi szerepvállalás megfelelő hozammal kecsegtető terepének⁴¹, az itt bejegyzett szereplőknél, pedig hiányzik a tevékenységhez elengedhetetlen intézményi kapacitás, kultúra. A legnagyobb blokktulajdonos esetén a negatív intézményi befektetői hatás a *ROE* függő változónál pozitív, míg a *Log(MH)*-nál negatív koalíciós következménnyel párosul.

⁴¹ A külföldi intézményi befektetők passzivitása egyedül a MOL – OMV felvásárlás/fúzió kapcsán tört meg, amikor a Centaurus Capital Ltd. és Mark Mobius a fejlődő piacokra szakosodott Templeton Asset Management Ltd. elnöke nyílt levélben szólította fel a MOL menedzsmentjét, hogy a tranzakciónak ne álljanak ellen, s kezdjék meg az OMV-vel az összeolvadással kapcsolatos tárgyalásokat.

18. Táblázat: A legnagyobb blokktulajdonos és a koalíció becsült hatása a függő változókra, C_I dominanciájának és típusának, valamint a koalíció homogenitásának függvényében.

S&P500-ban szereplő vállalatok						
Függő változó						
ROE						
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	Δ_4	λ_2	γ_1
-110,18	85,43	2,34	20,05	-27,18	-20,31	-14,42
(77,11)	(65,60)	(37,09)	(37,44)	(33,32)	(31,55)	(16,54)
Log(MH)						
δ_1	δ_3	λ_2	Δ_2	δ_4	λ_2	γ_1
1,16	-0,84	-0,52	0,56	-0,24	0,61	0,11
(1,24)	(1,06)	(0,60)	(0,60)	(0,53)	(0,50)	(0,26)

*Megjegyzés: $N = 303$. δ_1 – nem-domináns blokktulajdonos hatása; δ_3 – domináns blokktulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem-domináns blokktulajdonos esetén a koalíció hatása; δ_4 – koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns blokktulajdonos esetén ($\delta_2 + \delta_4$); λ_1 és λ_2 – intézményi befektetők egyéni és jelenlétükben a koalíció hatását jelenti; γ_1 – a homogén, azaz csak intézményi befektetőkből álló koalíció hatását méri; Zárójelben a standard hiba látható. *** - 1%-os szignifikancia; ** - 5%-os szignifikancia; * - 10%-os szignifikancia-szintet jelöl.*

A vállalatvezetői ellenőrzést hátráltató tulajdonosi konfrontációt a koalíció tagjainak kiléte szempontjából, a 18. táblázatban szereplő γ_1 lineáris együtttható alapján vizsgálva arra a következtetésre jutunk, hogy homogén koalíció esetén a ROE függő változónál konfrontáció, míg a Log(MH)-nál együttműködés tapasztalható. A koalíció homogenitásának vállalati teljesítményre gyakorolt hatásvizsgálatát csak a tengerentúli mintára végeztem el, mert a KKE vállalatoknál az intézményi tulajdonosok előfordulása a C_I -et követő tulajdonosi kategóriákban nem volt megfelelő számú. Ahogy azt láthatjuk az S&P vállalatoknál sem érte el a megfigyelések száma az előző tesztek során tapasztalható mértéket, hiszen itt a blokktulajdonosok alacsonyabb előfordulása csökkenti az elemszámot.

Az eredmények alapján, a tulajdonosok között kialakuló kölcsönhatással kapcsolatban, általánosításra nem nyílik lehetőség, ugyanakkor mindkét régió tekintetében kijelenthető, hogy a piacorientált vállalatirányítási modell által feltételezett tulajdonosi ellenőrzés valamilyen formában működik.

Az Egyesült Államokban a legnagyobb blokktulajdonos dominanciájakor a „saját tér kialakítás” hipotézisét fogadhatjuk el, mely akkor is fennáll, amikor ez a szereplő intézményi finanszírozó. Az intézményi befektetők saját érdekrendszere, s annak érvényesítése erősnek

bizonyul, mert a kizárólag eme szereplői csoportba tartozó részvényesi koalíció, feltehetően belső konfrontációból adódóan, csökkenti a vállalati teljesítményt.

A Közép- és Kelet-Európában jegyzett vállalatok tulajdonosai között együttműködés akkor tapasztalható, amikor a legnagyobb blokktulajdonos domináns részvény plakettel rendelkezik. Ezt a meglepő, s az irodalomban tapasztaltakkal ellentétes eredményt tovább erősíti a dominanciával nem rendelkező legnagyobb blokktulajdonos „saját térkialakító” magatartása, s az ekkor tapasztalható koalícióshatás hiánya.

5 Véggövetkeztetések

A dolgozatban a piacorientált vállalatkezelési rendszer hatékonyságával kapcsolatban fenntartásokat fogalmaztam meg, melyeket három hipotézisen keresztül vizsgáltam. Az említett rendszer a tulajdonosok és vállalatvezetők között feszülő érdekellentétet a tőkepiacok és a részvényesek által folytatott hatékony ellenőrzés eredményeként látja megoldottnak. A tőkepiacok és részvényesek ellenőrző szerepével kapcsolatos kételkedéseimet a már említett három hipotézisben fogalmaztam meg:

1. Hipotézis: A vállalatvezető ellenőrzésének feltétele a hatékony tőkepiac. Ennek sérülésekor sem a vállalatvezető teljesítménye sem pedig a vállalat értéke nem ítéhető meg helyesen, így az ellenőrzés sérül.

2. Hipotézis: Az intézményi befektetők külső és belső tényezők hatásánál fogva nem képesek maradéktalanul ellátni az aktív tulajdonosi szereppel járó kötelezettségeket, így fellépésük hatékonysága esetleges.

3. Hipotézis: A tulajdonosok által folytatott ellenőrzés határfokát a részvényesek kölcsönhatása, s eltérő kilétük csökkentheti.

A bevezetést követően a **második fejezetben** az egyre szélesedő szakirodalom rendszerezése, s empirikus vizsgálat elvégzése alapján kijelenttem, hogy a tőkepiacok – fejlődők és fejlettek egyaránt – hatékonysága térben és időben sérül, melynek eredményeképpen az első hipotézist bizonyítottnak ítélem meg. A tőkepiaci hatékonyság sérülése, a piacorientált vállalatkezelési rendszer működését tekintve azt jelenti, hogy az nem képes minden esetben biztosítani a tulajdonosokat afelől, hogy az általuk elvárt hozam realizálódjon. A piaci hatékonyság sérülése, ugyanis azt jelenti, hogy a részvényárfolyam nem a vállalat fundamentális értékét tükrözi, s így a részvényes a vállalatvezető teljesítménye tekintetében nem kaphat valós képet. Ennek következtében a már meglévő információs aszimmetria problémája tovább mélyül, mely a vállalatvezetők által folytatott tudatos, s tervezet kommunikáció eredményeképpen az érdeksérelmet fokozhatja. A vállalatvezetők, piaci hangulatot „meglovagoló”, s azt esetenként erősítő kommunikációját **piaci időzítésnek** nevezzük, mely jelenséget az egyre szélesedő nemzetközi szakirodalom, s gyakorlat rendszerezésével támasztottam alá.

A vállalatvezetők piaci időzítését megalapozó jelenségeket a magatartási pénzügy, s annak alapjául szolgáló kognitív pszichológia megfigyeléseivel magyaráztam. Ez alapján

kijelenthető, hogy a tőkepiacokon kereskedő befektetők, mérettől függetlenül, a döntéshozatal során olyan szisztematikus hibákat vétnek, melyek időlegesen a piac hatékonyságának romlását okozzák. Ez az **irracionális döntéshozatal** felelős az egy ár – **arbitrázs** – törvényének **sérüléséért**, valamint a piaci buborékok kialakulásáért.

A befektetők irracionális döntéshozatalát okozó pszichológiai magyarázatok áttekintését követően rendszereztem, s bemutattam az ezen érvekre épülő árazási modelleket. Ezek után részletesen bemutattam az eseménytanulmány-elemzés módszertanát, s azt alkalmaztam a **Budapesti Értéktőzsde hatékonyság vizsgálata** során. Az empirikus elemzés ugyancsak alátámasztotta az eredeti hipotézis helyességét, hiszen a **BÉT félig-erős hatékonyságának sérülését** bizonyította.

A **harmadik fejezetben** arra kerestem a választ, hogy az egyre nagyobb vagyonnal rendelkező hazai intézményi befektetők részt vesznek vagy vehetnek-e a jövőben a tőzsdén jegyzett vállalatok vállalatirányítási rendszerében. Más szóval aktív szerepvállalásuk növelheti-e a vállalatvezetők ellenőrzését, azaz megalapozza-e a piacorientált vállalatkormányzás rendszerének működését.

A fejezetben számba veszem a kérdéses tevékenységet korlátozó tényezőket, s aszerint csoportosítom őket, hogy az intézményi befektetők hatáskörén kívül vagy belül helyezkedik el. Ezzel választ adhatok arra a kérdésre, hogy az intézményi befektetők szemléletváltására vagy a környezet megváltoztatására van-e szükség ahhoz, hogy eme csoport aktív tulajdonosként szerepet vállaljon a cégek irányításában.

Az eredmény nem túl biztató, hiszen sem a külső sem pedig a belső tényezők nem sarkallják a vizsgált csoportot arra, hogy a konvencionális szerepkörükből kilépve aktívan befolyásolják a portfólió vállalatok stratégiáját, a vállalatvezetők vagy többségi tulajdonosok döntéseit. Ez tehát a **második hipotézis tekintetében a hipotézis elfogadását jelenti**.

A hazai tőzsdén jegyzett vállalatok, a nyugat-európai cégekhez képest is, magas tulajdonosi koncentrációval rendelkeznek, így a vállalatvezetői kontrolhoz nincsen szükség a kisebbségi tulajdonosok közreműködésére. Továbbá éppen a legnagyobb tulajdonosok befolyása miatt a kisebbségi tulajdonosok, azaz esetünkben az intézményi befektetők, tere és szerepe erősen korlátos, mely ezen csoport motivációját, valamint az aktív szerepvállalás hozamát jelentősen csökkenti. Ezen az a tény sem változtat, hogy a tőzsdén az intézményi befektetők, igaz elsősorban a külföldiek, jelenléte a fejlett tőzsdéken tapasztalathoz hasonlóan átlépte az ötven százalékos küszöböt. A portfólió kialakítására, s a vállalatokban történő befolyásszerzésre vonatkozó törvényi előírások kismértékben enyhültek az ezredfordulón

tapasztaltakhoz képest (Karsai, 2001), azonban eme változás sem volt elegendő ahhoz, hogy a tulajdonosi szemlélet megváltozzon.

Az intézményi finanszírozók szervezetén belül meglévő ügynökprobléma, ahogy az a portfólió vállalatokban is megfigyelhető, az eszközallokációt végző „ügynököt” nem sarkalja a tulajdonosi szemlélet adaptálására, így joggal beszélhetünk az „ügynök figyeli az ügynököt” problémáról. A személyes elbeszélések a motiváció hiányán túl rávilágítottak olyan szervezeten belül fennálló érdekkonfliktusokra, melyek további korlátokat képeznek. Az érdekkonfliktus elsősorban az eszközallokációt végző vállalat, s annak anyacége között merült fel, hiszen a tulajdonosi aktivizmus nyomán keletkező reputációs deficit hátrányosan érintheti az anyavállalat megítélését, üzleti érdekeit. Az intézményi befektető, s annak anyacége, valamint a portfólió vállalat között kialakuló összefonódás sem növeli a tevékenység kialakulásának valószínűségét, mely a kisméretű tőkepiac esetében fokozottan fennáll.

Mindezek alapján kijelenthető, hogy egy-egy izolált esettől eltekintve a közeljövőben nem számíthatunk a hazai intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalására, mint a piacorientált vállalatirányítás rendszerének egyik formájának megnyilvánulására.

A fejezetben végül bemutatom a tulajdonosi aktivizmus egyik formáját, melyet az Egyesült Államok legnagyobb állami nyugdíjpénztárának tevékenységén keresztül szemléltetek. A második fejezetben tárgyalt eseménytanulmány elemzés módszertanának felhasználásával empirikus vizsgálatot végzek, eme nyugdíjpénztár aktivizmusának hatékonyságával kapcsolatban. Annak ellenére, hogy a tulajdonosi érdekérvényesítés, fejezetben tárgyalt formája, a tengerentúlon a legjellemzőbb, eme konkrét eset kapcsán a CalPERS kampánya nem bizonyul hatékonynak. Ez a következtetés további kételyeket ébreszthet az intézményi befektetőkkel kapcsolatban támasztott aktívabb szerepvállalás hatékonyságával szemben.

A dolgozat **negyedik fejezetében** ismét a tulajdonosok ellenőrzőszerepét vizsgáltam, viszont már nem csak egy bizonyos csoport magatartásán keresztül, hanem a megfelelően nagy részesedéssel rendelkező részvényesek kölcsönhatásán át. Ezáltal a tulajdonos és vállalatvezető között meglévő érdekkonfliktust kiszélesítettem a részvényesek ellentétére, mely a piacorientált vállalatvezetés hatékonysága tekintetében komoly korlátozó tényező lehet. Az Egyesült Államokban, s a Közép- és Kelet-Európában jegyzett nyílt részvénytársaságok tulajdonosi szerkezete és teljesítménye kapcsán azt találtam, hogy **a részvényesi konfrontáció nem minden esetben korlátozza a vállalatvezetés ellenőrzését, más szóval a piacorientált vállalatvezetés hatékony működését.**

A tulajdonosi szerkezet, koncentráció, s a jelentős befolyással rendelkező részvényesek kölcsönhatásával foglalkozó irodalom rendszerezését követően megállapítom, hogy a részvényesek között lezajló folyamatok tekintetében ellentétek tapasztalhatóak, hiszen Bloch és Hege (2001) a vállalatvezetők ellenőrzéséért folytatott *versengés*, Pagano és Röell (1998) a legnagyobb blokktulajdonos kisebb blokktulajdonosok által történő *ellenőrzése*, míg Zwiebel (1995) a blokktulajdonosok *együttműködése* mellett érvel.

Az empirikus vizsgálat elvégzéséhez felhasznált regressziós modellel azt vizsgálom, hogy a tulajdonosok koncentrációjának változása pozitív vagy negatív hatást gyakorol-e a vállalat teljesítményére. Ezen keresztül fényt lehet deríteni, arra, hogy a hatékony ellenőrzés, azaz a vállalati teljesítmény növekedés, mely részvényesek együttműködéséig áll fenn. Ez egyrészt azt jelenti, hogy specifikálható az egy addicionális részvényes által képzett határhozam, másrészt következtetni lehet arra, hogy a tulajdonosok kötött együttműködés vagy pedig konfrontáció van. Ez alapján nyilvánvaló, hogy a Zwiebel-féle együttműködés versus saját térkialakítás elméletét vizsgálom.

Az Egyesült Államok és Közép- és Kelet-Európa vállalataira jellemző eltérő tulajdonosi szerkezetből adódóan az előzetes várakozás szerint a tengerentúlon az együttműködésnek, míg hazánk régiójában a térkialakításnak kell teljesülnie. Azaz a szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű tengerentúli cégeknél ezen részvényesek koalíciója, míg régióinkban, a magas koncentrációból adódóan, a legnagyobb tulajdonos egyedüli szerepvállalása, kizorító hatása várható.

Az előzetes várakozásokkal ellentétben a legnagyobb tulajdonos dominanciája esetén, a tengerentúlon „saját tér kialakítás”, míg a közép- és kelet-európai mintában „együttműködési hatás” volt megállapítható. Eszerint tehát a tengerentúlon az alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező tulajdonosok kooperációjára, míg a közép- és kelet-európai régióban a főtulajdonosok kizárólagos ellenőrző szerepére lehet számítani, akkor, ha a legnagyobb tulajdonosnak részesedése meghaladja a 10 százalékot. A dominancia hiánya a két régió között fennálló relációt megfordította. Nem meglepő módon az Egyesült Államokban az intézményi finanszírozó, mint legnagyobb tulajdonos tovább erősítette az ellenőrzést, s ezáltal a vállalati teljesítményt, mely azonban nem járt együtt a többi tulajdonos ellenőrzéshez való pozitív hozzájárulásával. Hazánk régiójában, ezzel szemben az intézményi finanszírozók képtelenek voltak hozzáadott értéket teremteni.

Összegzésül, tehát elmondható, hogy a tulajdonosok kölcsönhatása és a vállalatvezetői ellenőrzés, s ezáltal a piacorientált vállalkormányzás rendszerének

hatékonysága, kapcsolatban áll egymással, azonban az itt elvégzett empirikus vizsgálatok nem teszik lehetővé általános következtetések levonását.

Köszönetnyilvánítás

Köszönetet szeretnék mondani családom minden tagjának azért, hogy eme dolgozat megírása során nyugodt környezetet teremtettek számomra. Továbbá köszönetet szeretnék mondani az alábbi személyeknek a dolgozat megírása során nyújtott szakmai tanácsokért, támogatásért: Ács Barnabás, Bélyácz Iván, Heim Péter, Mohai György, Ozsvald Éva, Rappai Gábor, Schepp Zoltán, Szabó László, Szerb László, a PSZÁF munkatársai, a Magyarországon bejegyzett alapkezelő társaságok munkatársai, a Modern Management Research in the Context of the European Research Area (Kaunasz – Litvánia) konferencia, Pannon Gazdaságtudományi Konferencia, Japanese-Hungarian Conference on Corporate Governance (Közgazdaságtudományi Intézet), a 2006-os MTA – PAB workshop (Pécs) résztvevői.

6 Függelék

F1. táblázat: CalPERS portfóliójába tartozó vállalatok, melyek esetében az alap visszatartotta tulajdonosi szavazatát az igazgatóság tagjainak megválasztásakor. Hír megjelenésének pontos időpontja, valamint a hírt megjelentető sajtóorgánum.

<i>Vállalat neve</i>	<i>Hír megj. időpontja</i>	<i>Hírforrás</i>
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		
Honeywell International		
Pfizer Inc.	2004.04.16	Reuters News
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.		
Verizon Communications Inc.	2004.04.26	Los Angeles Times
Coca-Cola Enterprises Inc.		
Clear Channel Communication Inc.		
Capital One Financial Corp.		

Kimberly Clark Corp.

Merck & Co.

General Electric Co.

Anheuser-Busch Cos. Inc.

Ameren Corp.

Allergan Corp.

Baker Huges Inc.

Cigna Corp.

2004.04.23

Reuters News

Chevron Texaco

Hersey Foods

McGraw-Hill

Marathon Oil

Newmont Mining

Wells Fargo

F1. ábra: 2006 Magyarországi alapkezelők tulajdonosi aktivitásának felmérése

Interjú dátuma:

Vállalat neve:

Anyavállalat neve:

Válaszadó neve:

Válaszadó pozíciója:

I. Bevezetés

A kutatás néhány szóval történő bemutatása.

I/A. Mekkora a kezelt alap eszközértéke?

HUF _____; EUR _____

I/B. [Ha a válaszadó vállalat leányvállalat, akkor megkérdezendő] Milyen típusú az anyavállalat?*Listából kiválasztandó!*Alapkezelő Biztosító..... Befektetési bank..... Nem leányvállalat..... Egyéb _____..... **I/C. Mi az Ön feladata, hatásköre? Részt vesz-e befektetés stratégiai döntésekben?***Kifejtendő válasz*

I/D. Befektet az Ön vállalata külföldi vállalatok részvényibe?Igen.....Nem**1. Rendelkezik az Ön vállalata legalább 5 százalékos tulajdoni hányaddal valamely portfólióvállalatban?**

- a. Igen
- b. Nem

2. Vállalata mely befektetési stratégiát követi?

- a. Aktív portfólió menedzsment
- b. Passzív portfólió menedzsment

3. Egyetért Ön Eugene Fama hatékony piacok hipotézisével?

<i>További kérdés: Kérem indokolja!</i>

- a. Igen
- b. Nem

4. Változott Ön szerint a portfólióvállalatok vállalatkormányzással kapcsolatos magatartása az elmúlt három évben?

<i>Egyéb kiterjedés feljegyzése.</i>

<i>Ha nem, akkor a kérdés: Mikor következett be jelentős változás?</i>

- a. Igen, a törvény által megkövetelteken túl
- b. Igen, a törvényi kötelezettségek kielégítéséig
- c. Nem, gyakori a jogsértő magatartás
- d. Egyéb _____

5. Milyen tényezők hatására változott a portfólióvállalatok vállalatkezeléssel kapcsolatos magatartása?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Változó törvényi követelmények
- b. Befektetések növekvő elvárt hozama
- c. Kisbefektetői nyomás
- d. Nemzetközi tendencia
- e. Kockázatkezelés
- f. Botrányok

6. Az 5. kérdésnél felsorolt tényezők közül az elkövetkezendő három évben melyik okozza majd a legjelentősebb változást a vállalatkezelési rendszerekben?

- a.
- b. Egyéb _____

7. Az Ön vállalata számára mennyire lényeges a portfólióvállalatnál alkalmazott vállalatkezelési rendszer működési hatékonysága?

- a. Kiemelten kezelt kérdés – elsőként elemzendő
- b. Nagyon fontos – elemzésben szerepel, kizáró ok is lehet
- c. Fontos – elemzésben szerepel, nem lehet kizáró ok
- d. Nem fontos – elemzésben nem szerepel
- e. Nem tudom

8. Hogyan változott befektetési döntéseiknél a vállalatkezelés szükségességének megítélése az elmúlt három évben?

Ha a. vagy b. válasz születik, akkor a kérdés: Mi indukálta ezt a változást?

- a. Jelentősen nőtt
- b. Nőtt
- c. Nem változott
- d. Csökkent
- e. Jelentősen csökkent

9. Hogyan fog az Ön vállalatánál változni a vállalatkormányzás szükségességének megítélése az elkövetkező három évben?

Ha a. vagy b. válasz születik, akkor a kérdés: Mi indukálja ezt a jövőbeni változást?

- a. Jelentősen nő
- b. Nő
- c. Nem változik
- d. Csökken
- e. Jelentősen csökken

10. Ön szerint a törvényi szabályozás megfelelően védi a tulajdonosok érdekeit?

Ha nem, akkor a kérdés: Miben nyilvánul ez meg?

- a. Igen
- b. Nem

11. Hatékonyak a jogorvoslati lehetőségek?

Ha nem, akkor a kérdés: Miben nyilvánul ez meg?

- a. Igen
 - b. Nem
- 12. Részese-e az Ön vállalata jogi eljárásnak, mely során tulajdonosi jogainak védelme a cél?**
- a. Igen
 - b. Nem
- 13. Mekkora igény mutatkozik a kisbefektetők részéről az intézményi befektetők által folytatott aktív tulajdonosi magatartásra?**
- a. Egyáltalán nincs ilyen irányú igény
 - b. Kis mértékű az ezirányú igény
 - c. Egyre növekvő az ilyen irányú igény
 - d. Jelentős a nyomás
- 14. Rendelkeznek-e a tulajdonosi aktivizmushoz szükséges kapacitásokkal?**
- a. Anyagi erőforrás hiányzik, emberi erőforrás rendelkezésre áll
 - b. Anyagi és az emberi erőforrás egyaránt hiányzik
 - c. Anyagi és az emberi erőforrás egyaránt rendelkezésre áll
 - d. Anyagi erőforrás rendelkezésre áll egy külső specialista megbízásához
- 15. Folyik jelenleg olyan tevékenység az Ön vállalatánál, mely valamely portfólióvállalat üzleti stratégiájának a megváltoztatását célozza?**

Ha igen, akkor a kérdés: Milyen irányú változást szeretnének elérni?

- a. Igen
 - b. Nem
- 16. Figyelemmel kísérik az Egyesült Államokban működő állami nyugdíjalapok egyre intenzívebb tulajdonosi aktivizmusát?**
- a. Igen
 - b. Nem
- 17. Mik lehetnek a tulajdonosi aktivizmus előnyei?**

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Növekvő hozam.....
- b. Hatékonyabb kockázatkezelés.....
- c. Portfelióvállalatok működésének további megértése.....
- d. Intézményünk reputációjának növekedése.....
- e. Befektetőink növekvő megelégedettsége.....
- f. Portfelióvállalatok feletti irányítás növekedése.....
- g. Kötelezettségek teljesítése.....
- h. Egyéb _____.....

18. Javasolja Ön vállalata ügyfeleinek a részvényesi meghatalmazotti szerződés megkötését?

További kérdés: Mi az oka? [Kifejtendő válasz]

- a. Igen minden esetben
- b. Igen de csak egyes esetekben
- c. Nem

19. A vállalatkormányzás szerepe az intézményi befektetők befektetési stratégiájában. Melyik kijelentés a releváns?

Csak egy válasz adható.

- a. Hozzáadott értéket képez, de nehéz számszerűsíteni
- b. Versenyelőnyt jelenthet a részvényalapok esetében
- c. Elvárások teljesítésén túl nem képez értéket
- d. Nincsen jelentősége
- e. Egyéb _____

20. Az Ön vállalatának portfelió menedzsere és a portfelióvállalat döntéshozói között van-e valamilyen interakció?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Konstruktív, tanácsadó a vállalat értékének növelése érdekében
- b. Számon kérő, bíráló.....
- c. Információszerző.....
- d. Nincsen kapcsolat.....

21. Változott a kapcsolat az Ön vállalatának portfólió menedzsere és a portfólióvállalat döntéshozói között az elmúlt 5 évben?

Csak egy válasz adható.

- a. Igen, formálisabbá vált, tulajdonosként kezelik a vállalatunkat
- b. Igen, informálisabbá vált, a tulajdonosi szerepet elismerve
- c. Változatlan, tulajdonosként elismernek
- d. Változatlan, tulajdonosi szerepünket nem ismerik el
- e. Csökkent
- f. Fel sem merült

22. Vállal az Ön vállalata aktív tulajdonosi szerepet külföldi vállalatok esetében?

Ha I/D-re adott válasz nem, akkor kihagyni és!

- a. Igen
- b. Nem

23. A jövőben mely vállalatkormányzással kapcsolatos kérdés lesz a legrelevánsabb az Ön vállalata számára?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Érintettek érdekeinek védelme.....
- b. Felvásárlást megakadályozó eszközök.....
- c. Kisebbségi tulajdonosi jogok védelme.....
- d. Fúziók és akvizíciók.....
- e. Igazgatóság jelölése és megválasztása.....
- f. Vállalati és vezérigazgatói teljesítmény.....
- g. Felügyelőbizottságok felépítése, függetlensége, aktivitása.....

- h. Vezetői kompenzáció.....
- i. Pénzügyi beszámolók és könyvvizsgálói beszámolók.....

24. Befektetési döntéseinek meghozatalakor az Ön vállalata mely elvet(ket) alkalmazza az alábbiak közül?

Több válasz is adható.

- a. Előnyben részesítjük a szociális (CSR), valamint környezetvédelmi kérdésekre érzékeny vállalatokat
- b. Azonosítjuk a „kreatív” könyvelésre hajlamos vállalatokat
- c. Vállalatok vállalatkezelési besorolását vételnél figyelembe vesszük
- d. Vállalatok vállalatkezelési besorolását eladásnál figyelembe vesszük
- e. Nem foglalkozunk sem vállalatkezelési, sem pedig CSR kérdésekkel

25. Ön szerint mely vállalatkezeléssel kapcsolatos kérdésekben elengedhetetlen a változtatás?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Felügyelőbizottság szerepe, működése, összetétele.....
- b. Információs szolgáltatás, átláthatóság.....
- c. Kompenzációs és javadalmazási kérdések.....
- d. Nemzetközi standardok harmonizációja.....
- e. Képviselési rendszer.....

26. Jelenleg melyek, vagy melyek lehetnének a tulajdonosi aktivizmus hátrányai?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Túl költséges.....
- b. Idő és emberi erőforrás igényes.....

- c. Reputációs kockázat.....
- d. Nincs hátránya.....
- e. Más.....

27. Milyen módszerekkel mérik, vagy mérnék a tulajdonosi aktivizmus hatékonyságát?

- a. Tobin Q (market – to – book value)
- b. Piaci részesedés
- c. Árbevétel változás
- d. Árfolyamváltozás
- e. Nem mérhető

28. Tart vagy tartana-e más érintettek által történő visszaéléstől? Ha igen, akkor mely csoporttól?

Kifejtendő válasz. [Listát nem ismertetni!]

Bekarikázandóak a relevánsak.

Válaszadás után: Melyik a legrelevánsabb? [csak egy válasz pipálandó ki!]

- a. Tulajdonos-menedzser.....
- b. Más intézményi befektető.....
- c. Többségi tulajdonnal rendelkező szakmai befektetőtől.....
- d. Bármely többségi tulajdonnal rendelkező más tulajdonos.....
- e. Külföldi intézményi befektetőtől.....
- f. Nem tartok.....

29. Válasszon az alábbi állítások közül. Az Ön vállalata együttműködne más blokktulajdonossal (legalább 5 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkező befektető) a vállalatvezetők hatékonyabb kontrollja érdekében ha:

- a. Az Ön vállalatának 5 %-os
- b. Az Ön vállalatának 10%-os

tulajdoni hányada lenne a portfólióvállalatban.

30. Milyen lépéseket tenne, ha az egyik portfólióvállalatnál összeférhetetlenséget tapasztalna? (5 százalékos tulajdoni hányadot feltételezve)

- a. Jogi lépések
- b. Közgyűlés összehívása
- c. Írott sajtóban felhívás
- d. Vállalatvezetés informális csatornákon keresztül történő megkeresése
- e. Semmilyen

31. Megtérülő tevékenység (lehet) ma Magyarországon az intézményi befektetők által folytatott tulajdonosi aktivizmus?

- a. Igen
- b. Nem

32. Megtérülő tevékenységgé válhat Magyarországon az intézményi befektetők által folytatott tulajdonosi aktivizmus az elkövetkező három évben?

További kérdés: Miért?

- a. Igen
- b. Nem

7 Irodalomjegyzék

- ALLAIS, M., [1953]: La Psychologie de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'cole amriciaine, *Econometrica* 21, 503-546. o. in HIRSHLEIFER, D., [2001]: Investor psychology and asset pricing, *Journal of Finance* LVI, 1533-1597. o.
- ALEXANDER, S. [1961]: Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks, *Industrial Management Review* 2, 7-26. o.
- ALLEN, J., W. – PHILLIPS, G., M., [2000]: Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships, *Journal of Finance* 55, 2791-2815. o.
- ALLEN, F. – MICHAELY, R., [2002]: Payout policy, Working paper, University of Pennsylvania.
- ALFORD A. – JONES J. – LEFTWISH R. – ZMIJEWSKI M. [1993]: The relative informativeness of accounting disclosures in different countries, *Journal of Accounting Research* 31, 183-223. o.
- ALPERT, M. – RAIFFA, H., [1982]: A progress report on the training of probability assessors, in: D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky, eds., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Cambridge University Press, Cambridge), 294–305. o.
- ARKES, H., R. – BLUMER, C., [1985]: The psychology of sunk cost, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 35, 124-140. o.
- BACHELIER, L., [1900]: Theory of speculation, p. 17-78., in Cootner, P. (1964), *The random character of stock market prices*, MIT Press.
- BAGWELL, L., S., [1991]: Share repurchase and takeover deterrence, *RAND Journal of Economics* 22, 72-88. o.
- BAKER, M. – WURGLER, J., [2004]: A catering theory of dividends, *Journal of Finance* 59, 1125– 1165. o.
- BALL, R. – BROWN, P., [1968]: An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research* 6, 159-178. o.
- BARBER, B. – LYON, J., [1997]: Detecting long-horizon abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 43, 341-365. o.

- BARBERIS, N. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1998]: A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics* 49, 307–343. o.
- BARBERIS, N. – THALER, R., [2003]: A survey of behavioral finance, in Constantinides, G., M. – Harris, M. – Stulz, R., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier.
- BARCA, F. – BECHT, M., [2001]: *The control of corporate Europe*. Oxford University Press.
- BARCLAY M. J., HOLDERNESS C. J., [1989]: Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25. (2)., 371-395. o.
- BARCLAY, M., J. – HOLDERNESS, C., G., [1991]: Negotiated block trades and corporate control, *Journal of Finance* 46, 861-878. o.
- BARCLAY, M., J. – HOLDERNESS, C., G. – SHEEHAN, D., P., [2001]: The block pricing puzzle, Unpublished working paper, Boston College.
- BECHT, M – RÖELL, A. [1999]: Corporate governance in Europe, blockholdings in Europe: An international comparison, *European Economic Review* 43, 1049-1056. o.
- BEDŐ ZSOLT – RAPPAI GÁBOR, [2004]: Eseménytanulmány-elemzés magyar részvényárfolyamokra – Van-e értéke az árfolyamokat befolyásoló híreknek?, *Sigma* XXXV. 3-4, 113-127. o.
- BEDŐ ZSOLT – RAPPAI GÁBOR, [2006]: Is there a causal relationship between the value of the news and stock returns?, *Hungarian Statistical Review*, Special Issue, 81-100. o.
- BEDŐ ZSOLT – ÁCS BARNABÁS, [2007]: The impact of ownership concentration, and identity on company performance in the US and in Central and Eastern Europe, *Baltic Journal Management* 2, 1-20. o.
- BEDŐ ZSOLT, [2005]: Részvényesi aktivitás és a vállalat piaci értéke: A CalPERS „no vote” kampányának esete, *Hitelintézeti Szemle* IV/3, 15-30. o.
- BEDŐ ZSOLT, [2007]: Az intézményi befektetők tulajdonosi szerepvállalását meghatározó tényezők: A magyarországi környezet vizsgálata, *Hitelintézeti Szemle*, (soron következő)
- BELL, D., [1982]: Regret in decision making under uncertainty. *Operations Research* 30, 961-981. o.
- BEM, D., J., [1972]: Self-perception theory, in L. Berkowitz, ed.: *Advances in experimental social psychology*, Academic Press, New York.
- BERGLÖF, E., [1997]: Reforming corporate governance: redirecting the European agenda.

- BERLE, A. – MEANS, G. [1932]: The modern corporation and private property. Macmillan, New York.
- BERNOULLI, D., [1738]: Specimen theoriae novae de mensura sortis. Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae. Translated, Bernoulli, D., 1954. Exposition of a new theory on the measurement of risk, *Econometrica* 22, 23–36. o.
- BETHEL, J., E. – LIEBESKIND, J., P. – OPLER, T., [1998]: Block share purchases and corporate performance, *Journal of Finance* LIII, 605-634. o.
- BHAGAT, S. – BLACK, B. – BLAIR, M., [2004]: Relational investing and firm performance, *Journal of Financial Research* 27, 1-30. o.
- BLACK, B. S., [1992]: Agents watching agents: the promise for institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, 811-895. o.
- BLACK, B. S. – COFFEE, J. C. JR. [1994]: Hail Britannia?: institutional investor behavior under limited regulation, *Michigan Law Review* 92, 1997-2087. o.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, [2003]
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds, [2007].
- BLOCH, F. – HEGE, U., [2001]: Multiple shareholders and control contests, Unpublished working paper.
- BOEHMER, E., [2000]: Business groups, bank control, and large shareholders: An analysis of German takeovers, *Journal of Financial Intermediation* 9, 117-148. o.
- BODIE, Z. – KANE, A. – MARCUS, A., J., [1996]: Investments, McGraw Hill, Boston.
- BORNSTEIN, R. – D'AGUSTINO, P., [1992]: Stimulus recognition and the mere exposure effect, *Journal of Personality and Social Psychology* 63, 545-552. o.
- BRAD, M. B. – JOHN, D. L., [1997]: Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 43, 341-372. o.
- BRICKLEY, J., A. – LEASE, R., C. – SMITH, C., W., [1988]: Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics* 20, 267-291. o.
- BROWN, S. J. – JEROLD, B. W. [1980]: Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258. o.

- BROWN, S. J. – WARNER, J. B., [1985]: Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-32. o.
- BURKART, M. – GROMB, D. – PANUNZI, F., [1997]: Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, CXII. (3), 693-728. o.
- CAMERER, C., [1995]: Individual decision making, in: J. Kagel and A. Roth, eds., *Handbook of Experimental Economics* (Princeton University Press).
- CAMPBELL, C. J. – CHARLES, E. W. [1993]: Measuring security price performance using daily NASDAQ returns, *Journal of Financial Economics* 33, 73-92. o.
- CHAN, K. – SEOW, G. [1996]: The association between stock returns and foreign GAAP earnings versus earnings adjusted to US GAAP, *Journal of Accounting and Economics* 21, 139-158. o.
- CHAPMAN, G., B., [1998]: Sooner or later: The psychology of intertemporal choice, in Douglas L., M., eds.: *The psychology of learning and motivation*, Academic Press, San Diego, CA.
- CHARI, V. – JAGANNATHAN, R. – OFER A. [1988]: Seasonality in security returns: The case of earnings announcements, *Journal of Financial Economics* 21, 101-121. o.
- CHARKHAM, J., P. [1990]: Are shares just commodities? in *Creative tension? National Association of Pension Funds*, London, 34-42. o.
- CHEW, S., [1989]: Axiomatic utility theories with the betweenness property, *Annals of Operations Research* 19, 273-98. o.
- CHEW, S. – MACCRIMMON, K., [1979]: Alpha-nu choice theory: an axiomatization of expected utility, Working Paper (University of British Columbia, Vancouver, BC).
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S. [1999]: Ownership concentration and firm performance in the Czech Republic, *Journal of Comparative Economics*, 27, 498-513. o.
- COFFEE, J., C. JR. [1991]: Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor, *Columbia Law Review* 91, 1277-1368. o.
- COOPER, M., J. – DIMITROV, O. – RAU, R., P., [2001]: A rose.com by any other name, *Journal of Finance* 56, 2371– 2388. o.
- COWLES, A., [1933]: Can stock market forecasters forecast?, *Econometrica* 1, 309-324. o.

- COWLES, A. – JONES, H., [1937]: Some A Posteriori Probabilities in Stock Market Action, *Econometrica* 5, 280-294. o.
- CUI, H. – MAK, Y., T. [2002]: The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms, *Journal of Corporate Finance* 8, 313-336. o.
- DANN L. [1981]: Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders, *Journal of Financial Economics* 9, 113-138. o.
- DANIEL, K. – HIRSHLEIFER, D. – SUBRAHMANYAM, A., [1998]: Investor psychology and security market under- and overreactions, *Journal of Finance* 53, 1839-1885. o.
- DANIEL, K. – HIRSHLEIFER, D. – SUBRAHMANYAM, A., [2001]: Overconfidence, arbitrage and equilibrium asset pricing, *Journal of Finance* 56, 921-965. o.
- D'AVOLIO, G., [2002]: The market for borrowing stock, *Journal of Financial Economics* 66, 271-306. o.
- DEAUX, K. – EMSWILLER, T., [1974]: Explanation for successful performance in sex-link tasks: What is skill for the male is luck for the female, *Journal of Personality and Social Psychology* 29, 80-85. o.
- DEBONDT, W. – THALER, R. [1985]: Does the stock market overreact?, *Journal of Finance* 40, 793-805. o.
- DEBONDT, W. – THALER, R., [1995]: Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective. In: Jarrow, R. et al. (Eds.), *Handbooks in OR and MS*, vol. 9, Elsevier, Amsterdam, 385–410. o.
- DEL GUERCIO, D. – HAWKINS, J. [1999]: The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Corporate Finance* 4, 347-371. o.
- DE LONG, J.B. – SHLEIFER, A. – SUMMERS, L. – WALDMANN, R., [1990a]: Noise trader risk in financial markets, *Journal of Political Economy* 98, 703-738. o.
- DE LONG, J.B. – SHLEIFER, A. – SUMMERS, L. – WALDMANN, R., [1990b]: Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation, *Journal of Finance* 45, 375-395. o.
- DEMSETZ, H., - LEHN, K. [1985]: The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 9. (6), 1155-1177. o.

- DEMSETZ, H. – VILLALONGA, B., [2001]: Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance* 7, 209–233. o.
- DIMSON, E. [1979]: Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics* 7, 197-226. o.
- DITTMAR, A., [2000]: Why do firms repurchase stock?, *Journal of Business* 73, 321– 355. o.
- DRUCKER, P., F. [1976]: The unseen revolution: How pension fund socialism came to America. Heinemann, London.
- DYCK, A., ZINGALES, L., [2004]: Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, LIX. (2), 573-600. o.
- 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, 1-33. o.
- EARLE, S. – KUCSERA, CS. – TELEGDY, Á., [2005]: Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange, *Corporate Governance* 12, 254-264. o.
- EDWARDS, W., [1968]: Conservatism in human information processing. In: Kleinmütz, B. (Ed.), *Formal Representation of Human Judgment*. Wiley, New York.
- ELLSBERG, D., [1961]: Risk, ambiguity, and the savage axioms, *Quarterly Journal of Economics* 75, 643-69. o.
- ENGLE, R., [1982]: Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation, *Econometrica* 50(4), 987-1007. o.
- EASTON, P. – ZMIJEWSKI, M., [1989]: Cross-sectional variation in stock market response to the announcement of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics* 11, 117-142. o.
- FACCIO, M. – LANG, L., [2001]: The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365-395. o.
- FAMA, E., [1965]: The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business* 38, 34-105. o.
- FAMA, E. – FISHER L. – JENSEN, M. – ROLL, R., [1969]: The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, 1–21. o.
- FAMA, E., [1970]: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25, 383-417. o.

- FAMA, E. – JENSEN, M., C., [1983]: Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-326. o.
- FAMA, E., [1998]: Market efficiency, long term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics* 49, 283-306. o.
- FESTINGER, L. – CARLSMITH, J., M., [1958]: Cognitive consequences of forced compliance, *Journal of Abnormal and Social Psychology* 58, 203-211. o.
- FRIEDMAN, M. – SAVAGE, L., J., [1948]: The utility analysis of choices involving risk, *Journal of Political Economy* 56, 279-304. o.
- FROOT, K. – DABORA, E., [1999]: How are stock prices affected by the location of trade?, *Journal of Financial Economics* 53, 189-216. o.
- GENNOTTE, G. – TRUEMANN B., [1996]: The strategic timing of corporate disclosure, *Review of Financial Studies* 9, 665-690. o.
- GILOVICH, T. – VALLONE, R. – TVERSKY, A., [1985]: The hot hand in basketball: on the misperception of random sequences, *Cognitive Psychology* 17, 295-314. o.
- GOMES, A. – NOVAES, W., [2001]: Sharing of control as a corporate governance mechanism, Unpublished working paper, University of Pennsylvania, Wharton School.
- GORTON, G., SCHMID, F. A., [2000]: Universal banking and the performance of German firms, *Journal of Financial Economics*, 58., 29-80. o.
- GRIFFIN, D. – TVERSKY, A., [1992]: The weighting of evidence and the determinants of overconfidence, *Cognitive Psychology* 24, 411-435. o.
- GROSSMAN, S. – HART, O., D., [1980]: Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64. o.
- GUL, F., [1991]: The theory of disappointment aversion, *Econometrica* 59, 667-686. o.
- HARRIS, L. – GUREL, E., [1986]: Price and volume effects associated with changes in the S&P 500: new evidence for the existence of price pressure, *Journal of Finance* 41, 851-860. o.
- HAUGEN, R., A. [2001]: Modern Investment Theory, Prentice-Hall, Inc., 5. kiadás, 581. o.
- HAWKINS, S., A. – HASTIE, R., [1990]: Hindsight: Biased judgments of past events after the outcomes are known, *Psychological Bulletin* 107, 311-327. o.

- HIMMELBERG, C., P. – HUBBARD, R., G. – PALIA, D., [1999]: Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics* 53, 353-384. o.
- HIRSHLEIFER, D., [2001]: Investor psychology and asset pricing, *Journal of Finance* 56, 1533-1597. o.
- HIRSHLEIFER, D. – WELCH, I., [2000]: An economic approach to the psychology of change: Amnesia, inertia, and impulsiveness, working paper, Ohio State University.
- HIRSHMAN, A., O., [1970]: Exit, voice and loyalty: Responses to decline in firm, organization and states, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- HOLDERNESS, C., G., [2003]: A survey of blockholders and corporate control, *FRBNY Economic Policy Review* 9(1), 51–64. o.
- HOLMSTRÖM, B. – TIROLE, J., [1993]: Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy*, 101. (4), 678-709. o.
- HONG, H. – STEIN, J., [1999]: A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets, *Journal of Finance* 54, 2143-2184. o.
- HOVEY, M. – LI, L. – NAUGHTON, T., [2003]: The relationship between valuation and ownership of listed firms in china, *Corporate Governance* 11(2), 112–122. o.
- HUBERMAN, G., [1999]: Familiarity breeds investment, Working paper 97-04, Columbia University
- JEGADEESH, N. – TITMAN, S., [1993]: Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency, *Journal of Finance* 48, 65–91. o.
- JENSEN, M., C. – MECKLING, W., H., [1976]: Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Finance* 3, 305-360. o.
- JENSEN, M., S. – RUBACK, R., S., [1983]: The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50. o.
- JENKINSON, T. – MAYER, C., [1992]: The assessment: Corporate governance and corporate control, *Oxford Review of Economic Policy* 8, 1-10. o.
- JOHNSON, S. – LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. – SHLEIFER, A., [2000]: Tunnelling. *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 22–27. o.

- KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A., [1973]: On the psychology of prediction, *Psychological Review* 80, 237-251. o.
- KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A., [1974]: Judgment under uncertainty: heuristics and biases, *Science* 185, 1124-1131. o.
- KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A., [1979]: Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica* 47, 263-291. o.
- KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A., [1982]: Intuitive predictions: biases and corrective procedures. Reprinted in Kahneman, Slovic, and Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, England.
- KALMAN, C., J. – HWANINI, G. – MAIER, S., F. – SCHWARTZ, R., A. – WHITECOMB, D., K., [1983]: Estimating and adjusting for the intervalling-effect bias in beta, *Management Science* 29, 135-148. o.
- KARSAI JUDIT [2001]: Jó tulajdonosok-e az intézményi befektetők? *Külgazdaság XLV*, 27.49. o.
- KENDALL, M., [1953]: The Analysis of Economic Time Series, *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, 96, 11-25. o.
- KOEHLER, J., J., [1996]: The base rate fallacy reconsidered: Normative, descriptive and methodological change, *Behavioral and Brain Sciences* 19, 1-53. o.
- KROSS, W. – SCHROEDER, D., [1984]: An empirical investigation of the effect of quarterly earnings announcement timing on stock returns, *Journal of Accounting Research* 22, 153-176. o.
- KRUSCHKE, J., K. – JOHANSEN, M., K., [1999]: A model of probabilistic category learning, *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition* 25, 1083-1119. o.
- LAKONISHOK, J. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1994]: Contrarians investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578. o.
- LANGER, E., J., [1975]: The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 311-328. o.

- LANGER, E., J. – ROTH, J., [1975]: Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 951-955. o.
- LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. – SHLEIFER, A. – VISHNY R., [1997]: Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155. o.
- LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. – SHLEIFER, A., [1999]: Ownership structure around the world, *Journal of Finance*, 471-517. o.
- LICHTENSTEIN, S. – SLOVIC, P., [1971]: Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions, *Journal of Experimental Psychology* 89, 46-56. o.
- MARKOWITZ, H., [1952]: The utility of wealth, *Journal of Political Economy* 60, 151-158. o.
- MAURY, B. – PAJUSTE, A., [2005]: Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking and Finance* 29, 1813-1834. o.
- MCCONNELL, J., J. – SERVAES, H., [1990]: Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595–612. o.
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M., H., [1958]: The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, 261-298. o.
- MILLER, D., T. – ROSS, M., [1975]: Self-serving bias in attribution of causality: Fact or fiction?, *Psychology Bulletin* 82, 213-225. o.
- MITTON, T., [2002]: A cross firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 64, 215-241. o.
- MORCK., R. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1988]: Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315. o.
- MUDAMBI, R. – NICOSIA, C., [1998]: Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial service industry, *Applied Financial Economics* 8, 175-180. o.
- MYNERS, P., [2000]: Institutional Investment in the United Kingdom: A Review.
- NISBETT, R., E. – WILSON, T., D., [1977]: The halo effect: Evidence for unconscious alteration of judgment, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 250-256. o.
- NOE, T., [2002]: Institutional activism and financial market structure, *Review of Financial Studies*, 15, 289-319. o.

- OSBORNE, M., F., [1959]: Brownian motion in the stock market, *Operations Research*, 7, 145-173. o.
- PAGANO, M. – ROELL, A., [1998]: The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public, *Quarterly Journal of Economics* CXIII(1), 693–728. o.
- PLENDER, J., [2003]: Going of the rails: Global capital and the crisis of legitimacy. John Wiley and Sons. London.
- POUND, J., [1988]: Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237-265. o.
- PROWSE, S., D., [1992]: The structure of corporate ownership in Japan, *Journal of Finance* 47(3), 1121–1140. o.
- RABIN, M., [1998]: Psychology and economics, *Journal of Economic Literature* 36, 11-46. o.
- RABIN, M., [2002]: Inference of believers in the law of small numbers, *Quarterly Journal of Economics* 117, 775-816. o.
- REGER, R. – SCHWARZ, N., [1999]: Effect of perceptual fluency on judgments of truth, *Consciousness and Cognition* 8, 338-342. o.
- ROSENTHAL, L. – YOUNG, C., [1990]: The seemingly anomalous price behavior of Royal Dutch Shell and Unilever NV/PLC, *Journal of Financial Economics* 26, 123-141. o.
- SAMUELSON, P., [1965]: Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review* 6, 41-49. o.
- SCHOLES, M. – WILLIAMS, J., [1977]: Estimating beta from non-synchronous data, *Journal of Financial Economics* 5, 309-328. o.
- SHEFRIN, H. – STATMAN, M., [1984]: Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 13, 253-282. o.
- SHILLER, R., J., [1999]: Human behavior and the efficiency of the financial system, in Taylor, and M. Woodford, eds.: *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Amsterdam.
- SHLEIFER, A. [1986]: Do demand curves for stocks slope down?, *Journal of Finance* 41, 579-90. o.
- SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1986]: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94 (3), 461-488. o.

- SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1997]: A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 737-784. o.
- SHORT, H. – KEAREY, K., [1997]: Institutional voting in the UK: Is mandatory voting the answer?, *Corporate Governance* 5, 37-44. o.
- SIMON, H., A., [1956]: Rational choice and the structure of environment, *Psychology Review* 63, 129-138. o.
- STIGLITZ, J., E., [1985]: Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133-152. o.
- STULZ, R., [1988]: Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25–54. o.
- SU, D., [2003]: Stock Price reaction to earnings announcements: evidence from Chinese markets, *Review of Financial Economics* 12, 271-286. o.
- TEOH, S., H. – WELCH, I. – WONG, T., J., [1998]: Earnings management and the long run market performance of initial public offering, *Journal of Finance* 53, 1935-1974. o.
- THALER, R., H., [1985]: Mental accounting and consumer choice, *Marketing Science* 4, 199-214. o.
- TRIVERS, R., [1985]: *Social evolution*, Benjamin/Cummings, Menlo Park.
- TRIVERS, R., [1991]: Deceit and self-deception, in R. Robins, and L. Tiger, eds.: *Man and Beast Revisited*, Smithsonian Press, Washington DC.
- TVERSKY, A. – KAHNEMAN, D., [1986]: Rational choice and the framing of decisions, *Journal of Business* 59, 251-278. o.
- VARGA JÓZSEF – RAPPAI GÁBOR, [2002]: Heteroszkedaszticitás és a szisztematikus kockázat hatékony becslése GARCH modell alapján – A magyar részvénypiac elemzése, *Sigma* 33, 108-116. o.
- VEDRES BALÁZS, [2000]: Tulajdonosi hálózatok felbomlása, *Közgazdasági Szemle*, szeptember, 680-699. o.
- VON NEUMANN, J. – MORGENSTERN, O., [1944]: *Theory of games and economic behavior*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- VOSZKA ÉVA, [2000]: Tulajdonosi szerkezet és vállalatirányítás a magyar nagyiparban, *Közgazdasági Szemle*, július-augusztus, 549-564. o.

- VOSZKA ÉVA, [1999]: *Weiss Manfréd utódai. Figyelő*, szeptember 16-22. 35-41. o.
- WOIDTKE, T., [2002]: Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value, *Journal of Financial Economics* 63, 99-131. o.
- WORKING, H., [1934]: A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series. *Journal of the American Statistical Association* 29, 11-24. o.
- WORKING, H., [1960]: Note on the Correlation of First Differences of Averages in a Random Chain. *Econometrica* 28, 916-918. o.
- WRUCK, K., H., [1989]: Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings, *Journal of Financial Economics* 23, 3–28. o.
- WURGLER, J. – ZHURAVSKAYA, K., [2002]: Does arbitrage flatten demand curves for stocks?, *Journal of Business* 75, 583-608. o.
- ZWIEBEL J., [1998]: Block investment and partial benefits of corporate control, *Review of Economic Studies*, 62., 161-185. o.