

PÉCSI TUDOMÁNYEGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

GAZDÁLKODÁSTANI DOKTORI ISKOLA

BEDŐ ZSOLT

**DILEMMÁK A PIACORIENTÁLT VÁLLALATKORMÁNYZÁS RENDSZERÉNEK
HATÉKONYSÁGÁVAL KAPCSOLATBAN**

Ph.D. ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

TÉMAVEZETŐ: Dr. BÉLYÁ CZ IVÁN, akadémikus

PÉCS, 2008

A kutatási terület ismertetése, bemutatása

A dolgozat a nyolcvanas évektől jellemző vállalatkormányzási modellel, azaz a piacorientált vállalatkormányzási rendszerrel kapcsolatos dilemmákkal foglalkozik. A vállalatirányítási 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 befektetők 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?

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

A vállalkozáskormányzás problematikája az elmúlt évszázadban a vállalatok növekedésével, a külső finanszírozás megjelenésével, s ezáltal a tulajdon és a vállalatirányítás szétválása nyomán keletkezett. 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 utolsósorban 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 vállalatfelvásárlást a *vállalatvezetői kontrollpiac*nak nevezzük. A külső tényezők közül *tulajdonosi aktivizmus*nak a kilencvenes években felerősödő leginkább pénzügyi intézményi befektetők 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.

A dolgozatban a fentebb bemutatott mechanizmusok közül a külső kontrollfolyamatokkal foglalkozom. A piacorientált vállalatkezelés, azaz a tőkepiac és a tulajdonosok aktív szerepvállalásának hatékonyságát nyilvános vállalatokon keresztül vizsgálom, mely ugyanakkor nem jelenti azt, hogy a vállalatkezelés problematikája kizárólag eme vállalat típus esetében releváns.

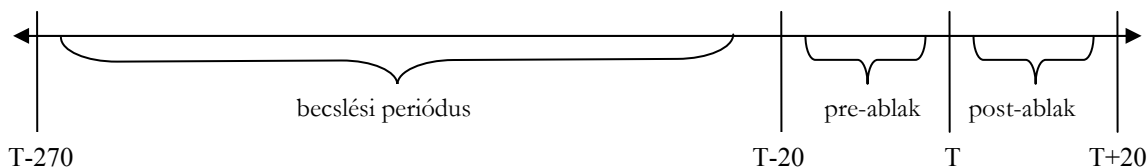
A kutatás módszertana

Módszertanát tekintve a dolgozat leíró és feltáró jellegű. Leíró, mert a fejezetek első részében a hipotézisvizsgálathoz szükséges szakirodalmat, modelleket rendszerezem és mutatom be. Ugyanakkor feltáró is, mert az eseménytanulmány-elemzés módszere és többváltozós regressziós elemzés felhasználásával végzem a hipotézisvizsgálatot.

Az első hipotézis vizsgálatát, azaz azt, hogy a vállalatvezető ellenőrzésének feltétele a hatékony tőkepiac, s ennek sérülésekor sem a vállalatvezető teljesítménye sem pedig a vállalat értéke nem ítéhető meg helyesen, így az ellenőrzés sérül, az eseménytanulmány-elemzés módszertanának felhasználásával végzem el. A hatékony piacok hipotézisének cáfolata, s az emberi döntéshozatal során felmerülő szisztematikus torzulásra épülő *magatartási pénzügy* elmélet rendszerezését követően bizonyítom, hogy a piaci hatékonyság félig-erős formája a Budapesti Értéktőzsde esetében nem áll fenn. Eme tény a vállalatvezető számára lehetővé teszi a vállalattal kapcsolatban megjelenő hírek piaci időzítését, mely vezetői gyakorlatot a szakirodalomban fellelhető eredményekkel támasztom alá. Az empirikus elemzésben a hír, azaz a vizsgálandó esemény, a Budapesti Értéktőzsde főbb részvényei vonatkozásában az egy részvényre jutó jövedelem (Earning per Share, EPS) hivatalos kihirdetése. A 2001 – 2007

időintervallumban megjelent EPS hírek körül az 1. ábrán látható eseményablakot alakítottam ki.

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



Az 1. ábrán az esemény megjelenésének napját T jelzi, mely körül a pre- és post-ablakok -20 és +20 intervallumban kerültek meghatározásra. A pre- és post-ablakba a becsült napi hozamokat a becslési periódus napi hozamainak felhasználásával Fama, Fisher, Jensen, és Roll- féle (1969) piaci modellel számoltam. Ennek lényege, hogy egy konkrét befektetés (részvény) hozamát a piaci átlagos hozamot, mint magyarázó változót tartalmazó, kétváltozós lineáris regresszió-függvénnyel becsülöm. A paraméterbecslést a legkisebb négyzetek módszerével (OLS) végezték; az alkalmazott regressziófüggvény:

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

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.

A torzítás kiküszöbölése érdekében a Varga és Rappai-féle (2002) eljárást alkalmazom, mely a hozamok modellezése során a véletlen változóra vonatkozóan GARCH-specifikációt alkalmaz. Varga és Rappai megállapítják, hogy az így felírt modellek hatékonyabb béta-becslést tesznek lehetővé. A GARCH-specifikáció lényege, hogy a (1) 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):

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

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

$$\begin{aligned} r_{it} &= \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_t \\ \sigma_t^2 &= \omega + \rho \sigma_{t-1}^2 + \theta \varepsilon_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (3)$$

Elemzésemben a paraméterbecslés során a (3)-ben bemutatott specifikációt alkalmaztam.

A 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:

$$AR_{it} = r_{it} - \hat{r}_{it} \quad (4)$$

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:

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

ahol N azon részvények 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 számolok, ennek meghatározása a K naptól az L napig az alábbi formában írható fel:

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

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

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

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 teszteltem, 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 második hipotézist azaz azt, hogy az intézményi befektetők külső és belső tényezők hatásánál fogva nem képesek maradéktalanul ellátni az aktív tulajdonosi szereppel járó kötelezettségeket, így fellépésük hatékonysága esetleges, ugyancsak az eseményablak-elemzés módszerével vizsgálom. Ez esetben a T, azaz a hír megjelenésének időpontjában a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjpénztárának (California Public Employees' Retirement System - CalPERS) szavazat visszatartó kampánya áll. Annak ellenére, hogy a CAR értékek az eseményablakban pozitívak, s ezáltal a kampány hatékonyságát támasztják alá, a hipotézisvizsgálatban alkalmazott Ball és Brown-féle (1985) t-statisztika nem mutat számottevő statisztikai szignifikanciát.

Harmadik, egyben utolsó hipotézisem szerint a tulajdonosok által folytatott ellenőrzés hatáskörét a részvényesek kölcsönhatása, kiléte csökkentheti. A kérdés részletesebb megértését a következő alkérdések megválaszolásán keresztül kívánom elérni:

1. A blokktulajdonosok (legalább 10 százalékos tulajdoni hányad) számának növekedése, azaz a változó tulajdonosi koncentráció javítja-e az adott vállalat vállalatkezelési 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.

Az alkérdések megválaszolását a következőkben bemutatott többváltozós regressziós modellek segítségével teszem meg. A regressziós elemzésben szereplő *függő, vállalat teljesítményét mérő változók*:

ROE - saját tőke arányos megtérülési mutatót: adózott eredmény és saját tőke hányadosa

$Log(MH)$ – logaritmizált működési hatékonyság: árbevétel és a foglalkoztatottak számának hányadosa

A regressziós elemzésben szereplő *független, a tulajdonosok tulajdonosi hányadát, koncentrációját mérő változók:*

Legnagyobb blokktulajdonos - C_1

Első két legnagyobb blokktulajdonos összesen - C_2

Első három legnagyobb blokktulajdonos összesen - C_3

Összes blokktulajdonos - C_{Mind}

Második legnagyobb blokktulajdonos - B_2

Harmadik legnagyobb blokktulajdonos - B_3

Elsőként a tulajdonosi koncentráció és a vállalati teljesítmény kapcsolatát becslöm meg a (8) többváltozós 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 blokktulajdonosi szintek izolált hatását becslni tudjam a C_2 és C_3 mutatókból a második (B_2) és harmadik (B_3) legnagyobb blokktulajdonos 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 hibtagot jelenti.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 B_{j_i} + \beta_2 M_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

Több blokktulajdonos együttes jelenlétének hatása szempontjából lényeges kérdés a legnagyobb blokktulajdonos tulajdoni hányadának nagysága. Ha 10 százalékot meghaladja, tehát domináns blokktulajdonosról van szó, akkor céljai eléréséhez nem feltétlenül van szüksége más blokktulajdonosok támogatására, valamint többletjogai és információszerző képességével könnyen visszaélhet, ezáltal megkárosítja a kisebb blokktulajdonosokat. A legnagyobb blokktulajdonos 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 blokktulajdonos, míg $\delta_2 + \delta_4$ a további blokktulajdonosok összefogásának hatását méri. Az összefüggést a (9) modell foglalja össze.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM}]C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM}](C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

A már tárgyalt tulajdonosi aktivizmus, melyben az intézményi befektetők kiemelt szerepet játszanak a (10) regressziós modellben jelenik meg. A D_{TP} dummy változó a C_1 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 (9)-hez hasonlóan kezeli, azaz D_{DOM} dummy változó eggyel egyenlő, ha C_1 változó 10 százaléknál nagyobb vagy egyenlő, valamint 0 ha C_1 10 százaléknál kisebb. A δ_1 koefficiens nem-domináns C_1 esetén veendő figyelembe, míg a δ_2 együttható a koalíciós $(C_{\min d} - C_1)$ hatást szemlélteti. A tulajdonosok típusainak hatását λ_1 és λ_2 lineáris együtthatók mérik. Így tehát, ha a legnagyobb blokktulajdonos (C_1) domináns és intézményi, akkor ez a tulajdonság a vállalat eredményét $\delta_1 + \delta_3 + \lambda_1$ mértékben befolyásolja, emellett a koalíció hatását $\delta_2 + \delta_4 + \lambda_2$ együtthatók összege mutatja meg.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}]C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP}](C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

Az egyes befektetői csoportok érdekei között fennálló különbséget, mely a koalícióalkotás szempontjából lényeges, a (11) modell vizsgálja. A D_{HOM} dummy változó a kizárólag intézményi befektetőkből álló koalíciónál egységnyi értéket vesz fel, míg heterogén csoportnál 0-t. A γ_1 koefficiens a homogén koalíció teljes hatáshoz való hozzájárulását méri.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}]C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP} + \gamma_1 D_{HOM}](C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

Következtetések

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 bizonyítottan ítélt 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 vállalatkezelés 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 elbeszélgetések 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 vállalatkormányzás 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 vállalatkormányzás 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 *együtműködése* 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 együtműködéséig áll fenn. Ez egyrészt azt jelenti, hogy specifikálható az egy addicionális részvényes által képzett határhozam, másrészt következtetni lehet arra, hogy a tulajdonosok kötött együtműködés vagy pedig konfrontáció van. Ez alapján nyilvánvaló, hogy a Zwiebel-féle együtműködés 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 együtműködésnek, míg hazánk régiójában a térkialakításnak kell teljesülnie. Azaz a szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű tengerentúli cégeknél ezen részvényesek koalíciója, míg régiókban, 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

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

Értekezés témakörében megjelent publikációk

Monográfiák, könyvek, hosszabb tanulmányok

BEDŐ ZSOLT, DR. LÁSZLÓ GYULA, PINTÉR ÉVA, DR. SZERB LÁSZLÓ, (2004): “Üzleti Gazdaságtan”, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar.

ZSOLT BEDŐ, ÉVA OZSVALD, (2006): “Corporate governance and ownership concentration on the Budapest Stock Exchange” In: Ichiro Iwasaki, Bruno Dallago (Eds.): Corporate Governance in Central and Eastern Europe, Palgrave.

BEDŐ ZSOLT, DR. LÁSZLÓ GYULA, DR. SZERB LÁSZLÓ, (2006): “Üzleti Gazdaságtan”, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar.

Referált tanulmányok szakfolyóiratokban

BEDŐ ZSOLT, RAPPAI GÁBOR, (2004): “Eseménytanulmány-elemzés magyar részvényárfolyamokra – Van-e értéke az árfolyamokat befolyásoló híreknek?”, *Sigma* XXXV. 3-4, p. 113-127.

BEDŐ ZSOLT, (2006): “ A piaci irracionalitás vállalatkezelésre gyakorolt hatásáról”, *Vezetéstudomány*, 7-8., p.12-20.

BEDŐ ZSOLT, (2005): “ Részvényesi aktivitás és a vállalat piaci értéke: A CalPERS „no vote” kampányának esete”, *Hitelintézeti Szemle* IV/3, p. 15-30.

BEDŐ ZSOLT, RAPPAI GÁBOR, (2006): „Is there a causal relationship between the value of the news and stock returns?” *Hungarian Statistical Review*, Special Issue, p. 81-100.

BEDŐ ZSOLT, ÁCS BARNABÁS, (2007): „Tulajdonosi koncentráció, koalíció és identitás S&P500-as vállalatok teljesítményére gyakorolt hatása” *Hitelintézet Szemle* 6, p. 79-90.

ZSOLT BEDŐ, BARNABÁS ÁCS, (2007): “The impact of ownership concentration, and identity on company performance in the US and in Central and Eastern Europe” *Baltic Journal of Management* II/2, p. 125-140.

BEDŐ ZSOLT (2007): „Az intézményi befektetők tulajdonosi szerepvállalását meghatározó tényezők”, *Hitelintézet Szemle* 6, p. 526-556.

Műhelytanulmányok

BEDŐ ZSOLT (2004): „The efficiency of the Budapest Stock Exchange in light of macroeconomic indicators”, Miskolci Egyetem Közgazdaságtudományi Kar – IV. International Ph.D. conference.

BEDŐ ZSOLT, ÁCS BARNABÁS, (2006): „A tulajdonosi koncentráció, koalíció és identitás vállalati teljesítményre gyakorolt hatása”, Pannon Gazdaságtudományi Konferencia – Veszprémi Egyetem.

Meghívott tudományos szeminárium előadások

Közgazdaságtudományi Intézet (Budapest), (2005) – Japanese-Hungarian Conference on Corporate Governance: “Role of institutional investors in the system of corporate governance on the Budapest Stock Exchange”

MTA – PAB (Pécs) (2006): “A magyarországi alapkezelők tulajdonosi aktivizmusáról”

Konferencia előadások

Miskolci Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (2003) – IV. International Ph.D. conference: „The efficiency of the Budapest Stock Exchange in light of macroeconomic indicators

Modern Management Research in the Context of the European Research Area (ISM University of Management and Economics, Kaunas – Litvánia): (2006) “The Effect of ownership concentration, coalitional and identity on the performance of S&P500 companies.”

Pannon Gazdaságtudományi Konferencia (Veszprémi Egyetem, Veszprém) (2006): A tulajdonosi koncentráció, koalíció és identitás vállalati teljesítményre gyakorolt hatása.”

A tézisfüzetben hivatkozott irodalmak jegyzéke

BALL, R. – BROWN, P., [1968]: An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research* 6, 159-178. o.

BERLE, A. – MEANS, G. [1932]: The modern corporation and private property. Macmillan, New York.

FAMA, E. – FISHER L. – JENSEN, M. – ROLL, R., [1969]: The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, 1–21. o.

KARSAI JUDIT [2001]: Jó tulajdonosok-e az intézményi befektetők? *Külgazdaság XLV*, 27.49. 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.

SHLEIFER, A. – VISHNY, R., [1997]: A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 737-784. o.

VARGA JÓZSEF – RAPPAL GÁBOR, [2002]: Heteroszkedaszticitás és a szisztematikus kockázat hatékony becslése GARCH modell alapján – A magyar részvénytőkepiac elemzése, *Sigma* 33, 108-116. o.

ZWIEBEL J., [1998]: Block investment and partial benefits of corporate control, *Review of Economic Studies*, 62., 161-185. o.