

BEDŐ ZSOLT-ÁCS BARNABÁS¹

A tulajdonosi koncentráció, a koalíció és az identitás hatása az S&P 500 vállalatainak teljesítményére

Cikkünk a tulajdonosi koncentráció és a vállalati teljesítmény közötti kapcsolatot vizsgálja. A témában készült tanulmányok közül – elsősorban Zwiebel [1998] és Earle, J.–Kucsera Cs.–Telegdy Á. [2005] munkáira építve – a tulajdonosok koalíciójának hatását helyezzük a középpontba. A tulajdonosok méretén és koalíciójuk hatásán túl azt is vizsgáljuk, hogy a típusukból adódó, eltérő motivációjuk milyen hatást gyakorol a vállalati teljesítményre. Azt feltételezzük, hogy az elmúlt évtizedben egyre aktívabb tulajdonosi szerepet vállaló intézményi befektetők pozitív módon befolyásolják az eredményváltozókat, és koalíciójuk nyomán a vállalatvezetői kontroll tovább erősödik. Eredményeink Zwiebel elméletét támasztják alá, azaz a domináns tulajdonos kiszorító hatását mutatják ki. A koalíció kizárólag intézményi befektetők esetén eredményez pozitív kapcsolatot, míg a domináns intézményi tulajdonos tovább csökkenti a koalíció létrejöttének a valószínűségét.

1. BEVEZETÉS

Az elmúlt évszázadban, a vállalati méret növekedésével és a tőkepiacok fejlődésével, a külső források bevonása szükségessé és egyre hatékonyabbá vált. A részvénykibocsátás egyben a tulajdonosi *jogok* szélesebb körű *szóródását* eredményezte, ami az egyes tulajdoni hányadok csökkenésével járt. Az angolszász gazdaságokban a széles körben történő szóródás a tulajdoni hányadok oly mértékű csökkenését okozta, ami lehetetlenné tette, hogy az egyes tulajdonosok vállalatvezetői kontrollt gyakoroljanak (*Bearle–Means* [1932]).

A vállalati feladatok számának, valamint összetettségének növekedésével elengedhetlenné vált, hogy egy professzionális csoportot vonjanak be a vállalati működésbe, ez pedig a vállalatvezetők térnyerésével járt. A vállalatvezető, mint a tulajdonosok által megbízott „ügynök”, tulajdoni hányaddal nem rendelkezvén, *érdekkonfliktusba* került az őt megbízó tulajdonossal. Az egyéni egzisztenciális háttér megteremtésének és a

1 A szerzők a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának kutató-oktatói. Ezúton szeretnénk köszönetet mondani Bélyácz Iván professzornak, dr. habil. Rappai Gábornak, a Pannon Gazdálkodástani Konferencia, valamint a MMRC-ERA Konferencia (ISM School of Management and Economics – Kaunas, Litvánia) résztvevőinek az építő kritikákért, hozzászólásokért. A cikkben esetlegesen előforduló hibákért a felelősség a szerzőket terheli.

tulajdonosi érték maximalizálásának konfliktusát az úgynevezett *információs aszimmetria* tovább mélyítette; mindez lehetővé tette a vállalatvezetők egyéni céljainak megvalósítását.

A kezdetekben tulajdoni hányaddal rendelkező igazgatótanácsi tagok célrendszerre megkérdőjelezhetetlenül egybeesett a tulajdonosokéval, amely a vállalati érték maximalizálásra törekedett. Idővel azonban – tulajdoni hányaduk és a vállalatvezetéstől való függetlenségük csökkenésével – a tulajdonosi érdekek képvisellete kérdésessé vált. Ezt a problémát tovább fokozta a tagoknak juttatott anyagi ellentételezés, amely függetlenedett a vállalat teljesítményétől, s így a *vállalatkormányzás belső kontrollmechanizmusa* veszített hatékonyságából.

Az egyes országokra, régiókra jellemző eltérő tulajdonosi szerkezet, koncentráció tovább szélesítette az érdekkonfliktust, hiszen míg az angolszász országokban tulajdonos–menedzser közötti viszonyról beszélünk, addig a kontinentális európai rendszerben a domináns tulajdonos–vállalatvezető–kisebbségi tulajdonos dimenziót kell vizsgálnunk. *La Porta* és szerzőtársai [1997] szerint a régiók közötti eltérő tulajdonosi szerkezet a tulajdonosi érdekek törvényes védelmében fellelhető különbségekre vezethető vissza. A hatékony védelem az angolszász országoknál szétaprózott, míg a nem hatékony *jogszabályi rendszer* a kontinentális európai országoknál koncentrált tulajdonosi szerkezetet eredményezett.

A tulajdonosi szerkezet, a koncentráció és a vállalati teljesítmény viszonyát vizsgáló irodalom mindkét rendszer – az angolszász és a kontinentális európai – esetén a tulajdonosokat hátrányosan érintő problémákat fedezett fel. A hiányos vagy nem hatékony kontinentális európai jogi környezetben a nagy koncentráció az úgynevezett „*privát haszon*” (private benefit) meglétét jelenti. Egy többségi tulajdonnal rendelkező tulajdonos ugyanis képes a vállalatvezetést úgy befolyásolni, hogy annak döntései a domináns tulajdonost előnyösen, míg a kisebbségi befektetőket hátrányosan érintsék. *Barclay–Holderness* [1989] és *Dyck–Zingales* [2004] a jelentősebb részvénycsomagok megvásárlásakor és a tranzakciót követően kialakult árfolyamkülönbséggel azonosították a privát haszomból származó addicionális pénzáramot. Ha a domináns tulajdoni hányad elérésére törekvő befektető úgy gondolja, hogy a domináns tulajdonosi helyzet többlet pénzáramot biztosít neki, akkor ezt a többletet figyelembe veszi a részvénycsomag megvásárlásakor. Mivel ez a többlet pénzáram csak egy bizonyos nagyságú tulajdoni hányadnál garantált, így a tranzakciót követő, átlagos méretű vételek már nem számolnak ezzel a bevétellel. A szerzők megállapítják, hogy minél fejlettebb, hatékonyabb a jogszabályi háttér, annál kisebb a prémium.

A magas tulajdonosi koncentrációval szemben, a szétaprózott tulajdonosi szerkezet esetében a vállalatvezetői belső kontroll hiányát figyelhetjük meg. A nagyszámú, de alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező befektetőknek nem áll rendelkezésére elégséges anyagi és szellemi erőforrás, ami a folyamatos kontroll előfeltétele (*Bhagat–Black–Blair* [2004]). Ebben a környezetben az 1990-es évekig az *ellenséges felvásárlások* szolgálták *külső kontrollfolyamatként*, amelyet az aktív tulajdonosi szerepet vállaló, elsősorban intézményi befektetők váltottak fel. Eme csoport, megnövekedett tőkepiaci súlyánál fogva, arra törekedett, hogy a vállalati döntések befolyásolásához elegendő tulajdoni hányadhoz jusson. Ezzel párhuzamosan megkezdődött az aktív tulajdonosi szerephez elengedhetetlen, szellemi előforrások kiépítése. Napjainkban az Egyesült Álla-

mokban működő nyugdíjalapok, alapkezelők többsége számol eme tevékenységgel, mint a megtérülés növelésének egyik eszközével.

A kérdést egyre szélesebb körben tárgyaló szakirodalom azonban ezzel ellentétes eredményekre jutott. Míg egyesek a domináns tulajdonosok jótékony hatásáról számolnak be (*Shleifer–Vishny* [1986], *Gorton–Schmid* [2000], *Mitton* [2002], *Claessens–Djankov* [1999]), addig mások az aktív tulajdonosok vállalatvezetőket korlátozó tevékenységéről beszélnek (*Burkart* és szerzőtársai [1997]). Negatívumként említik, hogy a koncentrált tulajdonosok (blockholder) számának növekedésével együtt jár a vállalati részvénylikviditás csökkenése, és ez a részvényárfolyam információtartalmának a csökkenéséhez vezethet (*Holmström–Tirole* [1993]). *Noe* [2002] ezzel szemben azt állítja, hogy az intézményi befektetők mint koncentrált tulajdonosok növelik a részvénylikviditást, mivel többletinformációval töltik meg azt, így csökken a vételi-eladási árrés (bid-ask spread). *Demsetz–Lehn* [1985] álláspontja szerint, ha a szétaprózott tulajdonosi szerkezet kizárólag hátrányokkal járna, akkor egy racionális világban megszűnne létezni. Az irodalomból kiragadott néhány példán jól látszik, hogy a kérdés összetett, és még folynak a viták e tárgyban.

Zwiebel [1998] elméletét – amely a koncentrált tulajdonosok között létrejövő koalíció lehetőségéről szól – *Earle, Kucsera és Telegdy* [2005] a Budapesti Értektőzsdére alkalmazva arra a megállapításra jutott, hogy a domináns koncentrált tulajdonos valóban „kialakítja saját terét” (creating their own space), s ezáltal a következő koncentrált tulajdonosnak a vállalati teljesítményre gyakorolt hatása negatív. Így tehát a második koncentrált tulajdonos már nem képes hozzájárulni a vezetői kontroll növeléséhez, hanem éppen a tulajdonosok között kialakuló konfliktusok visszafogják a vállalati teljesítményt. Ez a megfigyelés a magas tulajdonosi koncentrációból adódóan nem is meglepő, hiszen *Earle* és szerzőtársai a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadát 39,4 százalékban állapították meg, ami már eleve igen jelentős, és a vállalati működésbe beleszólást biztosít a domináns tulajdonosnak.

Dolgozatunkban *Earle–Kucsera–Telegdy*hez hasonlóan azt vizsgáljuk, hogy a koncentrált tulajdonosok között létrejön-e kollektív együttműködés a vállalatvezetés hatékonyabb kontrollja érdekében. *Mi a kollektív együttműködésre vonatkozó kérdést ugyanakkor kiegészítjük a koncentrált tulajdonosok identitásával is, vagyis különbséget teszünk intézményi befektető, alapkezelő és belső tulajdonos között.* Ezt a már előzőekben említett intézményi befektetők kimagasló tulajdonosi aktivitása, valamint az esetlegesen egymástól eltérő motiváció indokolja. Az általunk vizsgált vállalati kör is jelentősen eltér attól, amelyet *Earle* és szerzőtársai elemeztek, hiszen a BÉT-en jegyzett vállalatokra a magas tulajdonosi koncentráció, míg az S&P 500-as vállalatokra a széles körben megfigyelhető szóródás a jellemző. Ez tehát azt jelentheti, hogy az esetünkben vizsgálat alá vont S&P 500-as vállalatoknál – mivel a tulajdonosi koncentráció kicsi – sokkal nagyobb jelentősége lehet a koalíció létrejöttének.

Vizsgálандó kérdéseink tehát a következők:

1. Milyen hatást gyakorol a tulajdonosi koncentráció a vállalat teljesítményére?
2. Kialakul-e koncentrált tulajdonosi koalíció ha (a) létezik domináns koncentrált tulajdonos, akinek tulajdoni hányada meghaladja a 10%-ot, vagy (b) nem létezik domináns koncentrált tulajdonos?

3. Változik-e az esetlegesen kialakuló koalíció hatékonysága, ha a domináns koncentrált tulajdonos intézményi befektető?
4. Befolyásolja-e a koalíció hatékonyságát a koalíció homogenitása, vagyis a koncentrált tulajdonosok identitása?

2. ADATOK ÉS MÓDSZERTAN

Elemzésünket az S&P 500-as vállalatok 2005-ös harmadik negyedévi adatain végeztük el. Független változóként a sajáttőke-arányos megtérülési mutatót (*ROE*) és a működési hatékonyságot (*MH*) mérő mutatót használtuk. A sajáttőke-arányos megtérülési mutatót (*ROE*) az adózott eredmény és sajáttőke hányadosaként, míg a működési hatékonyság-mutatót (*MH*) az árbevétel és a foglalkoztatottak számának hányadosaként definiáltuk. A könnyebb kezelhetőség érdekében az *MH* mutatót logaritmizáltuk: $\text{Log}(MH)$. A keresztmetszeti elemzéshez az adatokat a Reuters és Business and Company Resource Center adatbázisokból nyertük. A modellekben a vállalati méret kiigazítását a foglalkoztatottak számát reprezentáló változó bevonásával végeztük el (*M*).

A mintában a C_1 változó a legnagyobb koncentrált tulajdonost, C_2 az első kettő koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának összegét, míg C_3 az első három koncentrált tulajdonos együttes tulajdoni hányadát jelenti. C_{mind} változó a tíz legnagyobb koncentrált tulajdonos együttes tulajdoni hányadát reprezentálja.

Az 1–4. táblázatok a vizsgált minta leíró statisztikáját mutatják be. Az 1. táblázat arról tanúskodik, hogy az Egyesült Államok esetében már nem igaz *Berle–Means* [1932] megállapítása, amely szerint a nagyvállalatok tulajdonosi szerkezete teljes mértékben szétaprózódott, azaz a tulajdonosi szerkezetben nem található koncentrált tulajdonos (az átlagos első legnagyobb koncentrált tulajdonos mérete 11,05 százalék). Érdemes továbbá megfigyelni a maximumértékeket, hiszen a legnagyobb koncentrált tulajdonosok között létezik olyan, amelyik 42 százalékot meghaladó befolyással rendelkezik, ami viszont egyáltalán nem jellemző az angolszász környezetre. A második és harmadik tulajdonos átlagos mérete kontinentális európai viszonylatban nem minősül jelentősnek, azonban az Egyesült Államokban számottevőnek mondható a hét, illetve hat százalékot meghaladó tulajdoni hányad.

1. táblázat

Az S&P 500-as vállalatok tulajdonosi koncentrációja 2005 harmadik negyedévében (%)

Kategória	Változó	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Első legnagyobb	C_1	11,05	5,99	5,02	9,64	42,82
Első kettő összesen	C_2	16,46	8,18	5,02	15,43	55,61
Első három összesen	C_3	19,19	10,29	5,02	18,38	61,57
Első tíz összesen	C_{mind}	21,24	13,27	5,02	18,38	86,78
Második legnagyobb	B_1	7,75	2,52	5,06	7,02	21,39
Harmadik legnagyobb	B_2	6,71	1,67	5,00	6,25	13,36

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

Megjegyzés: elemszám (N)=500

A 2. táblázat az egyes koncentrált tulajdonosi szintekre jellemző tulajdonostípusok közötti megoszlást mutatja. Eszerint a legnagyobb koncentrált tulajdonosok esetében a belső tulajdonosok rendelkeznek a legnagyobb tulajdoni hányaddal, azaz a döntéshozók ugyancsak érdekeltek a vállalati érték maximalizálásában. Az intézményi befektetők megnövekedett jelentősége jól látszik, hiszen a belső tulajdonosok mögött minden szinten a második legnagyobb befolyással rendelkeznek. A táblázatból az is kitűnik, hogy a legnagyobb koncentrált tulajdonosok esetén a 42 százalékos tulajdoni hányadot birtokló befektető a belső tulajdonosok közül kerül ki.

2. táblázat

Az első három legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának leíró statisztikája tulajdonosi típus szerinti bontásban

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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
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

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

Míg a 2. táblázat alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy a belső tulajdonosok dominálnak, addig a 3. táblázat az intézményi tulajdonosok javára dönti el a versenyt. Jól látszik, hogy a teljes mintán megfigyelt eloszlás azt mutatja: a legnagyobb koncentrált tulajdonosok 85,23, a második legnagyobb koncentrált tulajdonosok 83,01, míg a harmadik legnagyobb koncentrált tulajdonosok 82,79 százalékban az intézményi befektetők csoportjából kerülnek ki. Ez más szóval azt jelenti, hogy a belső tulajdonos ritkán nagy, de ha az, akkor befolyása jelentősen felülmúlja a többi tulajdonosét.

3. táblázat

A tulajdonosi típusok tulajdonosi kategóriák közötti abszolút és százalékos eloszlása

Típus		C1	B2	B3	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		23	22	45
	%-os arány	0,00%	7,37%	12,09%	4,78%
Összesen	Előfordulás	447	312	182	941

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

Megjegyzés: A kategóriákban a típusok összesített előfordulása azért nem éri el az 500-at (N), mert vannak olyan vállalatok, amelyek tulajdonosai között nem található 5%-ot meghaladó tulajdoni hányaddal rendelkező befektető.

A függő változók leíró statisztikáját tartalmazó 4. táblázat arról tanúskodik, hogy valóban nagyvállalatokról van szó, hiszen az átlagos alkalmazotti szám 43 ezer fő fölött van (közel húszezer medián). A tulajdonosi koncentrációt befolyásoló jogrendszer, valamint annak hatékonyságán túl a vállalat mérete ugyancsak hatást gyakorol a szerkezetre. Demsetz–Lehn [1985] megállapítása szerint minél nagyobb a vállalat, annál alacsonyabb a tulajdonosi koncentráció.

4. táblázat

**Leíró statisztika:
ROE mutató, működési hatékonyság, Log(MH), foglalkoztatottak száma**

Változó	Definíció	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
ROE	Tőke- megtérülési mutató	18,86	26,00	-96,99	16,15	316
MH	Működési hatékonyság	579 789	826 480	36 034	337 580	10 377 250
Log(MH)	Log (Működési hatékonyság)	5,53	0,65	0,01	5,53	7,02
ASZ	Alkalmazottak	43 822	95 215	360	19 847	1 700 000

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center; a szerzők számításai
Megjegyzés: ROE=adózott eredmény/sajáttőke; MH=árbevétel/alkalmazottak száma

Elsőként a koncentráció és teljesítmény kapcsolatát becsültük meg az (1) egyváltozós regressziós modell segítségével, amelyben Y_i a ROE és $Log(MH)$ függő változók, míg a B_{ji} független változó az i -edik vállalat j -edik koncentrációs mutatója. Annak érdekében, hogy az egyes koncentrált tulajdonosi szintek izolált hatását becsülni tudjuk a C_2 és C_3 mutatókból, a második (B_2) és harmadik (B_3) legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadát is be kell vonni az elemzésbe.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 B_{ji} + \beta_2 M_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Több koncentrált tulajdonos együttes jelenlétének hatása szempontjából lényeges kérdés a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának nagysága. Ha a 10%-ot meghaladja, tehát domináns koncentrált tulajdonosról van szó, akkor céljai eléréséhez nem feltétlenül van szüksége más koncentrált tulajdonosok támogatására; valamint többletjogaival és információszerző képességével könnyen visszaélhet, megkárosítva a kisebb koncentrált tulajdonosokat. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának hatását a D_{DOM} dummy változó bevonásával becsüljük, amely egyenlő 1-gyel, ha C_1 nagyobb vagy egyenlő 10%-kal, valamint 0, ha C_1 10%-nál kisebb. Ha C_1 nem domináns, akkor hatását a δ_1 koefficiens, valamint a koalíció hatását ($C_{mind} - C_1$) δ_2 koefficiens mutatja meg. Dominancia esetén $\delta_1 + \delta_3$ a legnagyobb koncentrált tulajdonos, míg $\delta_2 + \delta_4$ a további koncentrált tulajdonosok összefogásának hatását méri. Az összefüggést a (2) modell foglalja össze.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

A bevezetőben megemlített tulajdonosi aktivitás, amelyben az intézményi befektetők kiemelt szerepet játszanak, a (3) modellben jelenik meg. A D_{TP} dummy változó a C_1 koncentrált tulajdonos típusát specifikálja, amely intézményi, ha $D_{TP}=1$, és belső vagy alapkezelő, ha $D_{TP}=0$. Így tehát, ha a legnagyobb koncentrált tulajdonos nem domináns és nem intézményi, akkor a teljesítményre gyakorolt hatását a δ_l koefficiens mutatja meg, míg a koalícióét a δ_j . A dominancia kérdését ez a modell is a (2)-hoz hasonlóan kezeli, míg a tulajdonosi típus hatását δ_l és δ_j méri. Így tehát domináns és intézményi C_1 esetén $\delta_l + \delta_j + \delta_l$ koefficiensek összege a releváns, míg ebben az esetben a koalíció hatását a $\delta_j + \delta_l + \delta_j$ összeg mutatja meg.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Az egyes befektetői csoportok érdekei között fennálló különbséget, amely a koalícióalkotás szempontjából releváns, a (4) modell vizsgálja. A jelen dolgozat területi korlátai nem teszik lehetővé az eltérő motivációk taglalását, így fogadjuk el azt, hogy az nem feltétlenül egyezik meg egy menedzsertulajdonos, egy állami nyugdíjalap és egy alapkezelő esetében. A D_{HOM} dummy változó a kizárólag intézményi befektetőkből álló koalíciónál 1 értéket vesz fel, míg heterogén csoportnál 0-t. A δ_l koefficiens a homogén koalíció teljes hatáshoz adódó kontribúciót méri.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP} + \gamma_1 D_{HOM}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

A tulajdonos típusának relevanciáját, s ezen belül is az intézményi befektetők jelentőségét a mintában megfigyelhető eloszlásuk ugyancsak alátámasztja. A melléklet 3. táblázatában jól látható az első három koncentrált tulajdonosi kategóriában ezen csoport előfordulása. A C_1 csoportban 85,23, a B_2 -ben 83,02, míg a B_3 -ban 82,97 százalék. A mintából azokat a vállalatokat kizártuk, amelyeknél a ROE mutató szélsőségesen nagy értéket vett fel. A teljes mintán ez négy vállalat figyelmen kívül hagyását jelentette.

3. EREDMÉNYEK

A következőkben közölt eredményeinkről egységesen elmondható, hogy statisztikailag nem szignifikánsak, ugyanakkor érdemes megvizsgálni a bennük rejlő gazdasági mondanivalót. Elsőként a teljesítmény és koncentrált tulajdonosi csoportok közötti kapcsolatot vizsgáltuk az (1) modell segítségével, amelynek becsült eredményeit az 5. táblázat mutatja. A ROE mutató esetében a koncentráció növekedésével a hatás mértéke csökken, majd pedig negatív irányban befolyásolja a vállalati teljesítményt. Ez az összefüggés a működésihatékonyság-mutatónál már a kezdetekben is negatív, de ahogy nő a koncentráció, úgy csökken az ellentétes hatás mértéke. Ha figyelembe vesszük a $\text{Log}(MH)$ esetében a növekvő értékeket, akkor kijelenthetjük, hogy a hatás ellentétes a

ROE mutatónál tapasztaltakkal, amely esetben a növekvő számú koncentrált tulajdonos, egymással érdekkonfliktusba kerülve, nem képes a vállalatvezetés hatékony kontrolljára, ennek következtében a vállalati teljesítmény növelésére. Mivel a sztenderd hiba nem növekszik, ahogy a koncentráció nő, így a *ROE* változónál kijelenthető, hogy a csökkenést nem a koncentrációból származó adatokban jelentkező „zaj” okozza. A $\text{Log}(\text{MH})$ változónál ugyanez elmondható, de természetesen ellentétes irányú hatás feltételezése mellett.

5. táblázat

A növekvő tulajdonosi koncentrációnak a vállalati teljesítményre gyakorolt hatása

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
(16,394)	(12,089)	(9,626)	(0,276)	(0,202)	(0,161)

Megjegyzés: Független változók: C_1 a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada; C_2 az első kettő legnagyobb koncentrált tulajdonos együtt; C_3 az első három legnagyobb koncentrált tulajdonos együtt. Zárójelben a sztenderd hiba látható. *** – 1%-os szignifikancia; ** – 5%-os szignifikancia; * – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

A C_2 és C_3 koncentrációs mutatókat felbontva, a 6. táblázatban láthatjuk az egyes tulajdonosi csoportok izolált hatását. A *ROE* függő változót tartalmazó regressziós becslés eredménye nem okoz meglepetést, hiszen ott a második és harmadik koncentrált tulajdonos csökkentette a vezetői kontroll hatékonyságát. A működési hatékonyság esetében viszont ellentmondás látszik az egyes tulajdonosi csoportoknál az 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 koncentrált tulajdonos tovább csökkenti a kontroll hatékonyságát.

6. táblázat

Az első három koncentrált tulajdonos egymástól függetlenül becsült hatása a függő változókra

Függő változó					
ROE			Log(MH)		
C_1	B_2	B_3	C_1	B_2	B_3
8,67	-115,58	-187,84	-0,600	-1,990	-2,92
(16,394)	(50,508)	(107,649)	(0,276)	(0,808)	(1,600)

Megjegyzés: Független változók: C_1 az első legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada; B_2 a második legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada; B_3 a harmadik legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada. Zárójelben a sztenderd hiba látható. *** – 1%-os szignifikancia; ** – 5%-os szignifikancia; * – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

Arra a kérdésre, hogy a domináns koncentrált tulajdonos (legalább 10% tulajdoni hányaddal rendelkező koncentrált tulajdonos) „kialakítja e saját terét”, vagy sem, a 7. táblázatban bemutatott becült értékek adnak választ. A ROE változó esetében, ha C_1 nem domináns, akkor C_1 képtelen a hatékony kontrollra (-9,34), ekkor a koalíció hatása pozitív (3,61), tehát a koncentrált tulajdonosok összefogásának eredményeképpen vállalati teljesítménynövekedés abszolválható. A $\text{Log}(\text{MH})$ -nál viszont a nem domináns koncentrált tulajdonos képes a hatékony kontrollra (1,17), amit a koalíció tovább erősít (0,14). A ROE esetében a dominancia pozitív hatása hatékonyra teszi a legnagyobb koncentrált tulajdonos tevékenységét (-9,34+21=11,66), ezzel szemben a koalíció jelentőségét veszti. Ez tehát azt jelenti, hogy a domináns koncentrált tulajdonos valóban „kialakítja saját terét”, mely szükségtelenné teszi további koncentrált tulajdonosok jelenlétét. A működési hatékonyság esetében a hatás ismét csak ellentétes.

7. táblázat

A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becült hatása a legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciája vagy dominanciahiánya esetén

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
(55,267)	(42,945)	(18,695)	(22,490)	(0,917)	(0,714)	(0,310)	(0,374)

Megjegyzés: $N=437$. δ_1 – nem domináns koncentrált tulajdonos (<10%) hatása; δ_3 – domináns koncentrált tulajdonos (>10%) hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása; Δ_4 – a koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ($\delta_2 + \Delta_4$). Zárójelben a sztenderd hiba látható. *** – 1%-os szignifikancia; ** – 5%-os szignifikancia; * – 10%-os szignifikancia-szintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

Az intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalása, valamint kizorító hatása a 8. táblázat ROE szegmensében egyértelműen nyomon követhető. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának, majd pedig intézményi befektetői mivoltának ténye tovább növeli befolyását. Ezzel szemben a dominancia és az intézményi befektetői ismérvek csökkentik a koalíció lehetőségeit. A működési hatékonyság függővé tételekor az eredmény ismét csak ellentétes a ROE esettel, ugyanakkor kiemelendő a domináns intézményi forgatókönyvnél a koalíció ugyan kismértékű, de pozitív hatása.

8. tábla

**A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becsült hatása
a függő változókra, a legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának
vagy dominanciahiányának függvényében**

Függő változó					
ROE					
δ_1	Δ_3	Λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
-10,92 (55,416)	18,45 (43,377)	9,64 (24,873)	19,38 (26,767)	-14,97 (22,675)	-20,41 (24,826)
Log(MH)					
δ_1	Δ_3	Λ_1	δ_2	δ_4	λ_2
1,22 (0,921)	-1,26 (0,721)	-0,07 (0,415)	-0,09 (0,441)	-0,18 (0,376)	0,3 (0,403)

Megjegyzés: $N=437$. δ_1 – nem domináns koncentrált tulajdonos hatása; δ_3 – domináns koncentrált tulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása; δ_4 – koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ($\delta_2 + \delta_4$); λ_1 és λ_2 – intézményi befektetők egyéni, illetve jelenlétükben a koalíció hatását jelenti; zárójelben a sztenderd hiba látható. *** – 1%-os szignifikancia; ** – 5%-os szignifikancia; * – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

A különböző érderendszerrel rendelkező befektetői csoportok koalícióalkotási készségét, vagy inkább hatékonyságát a 9. táblázatban a λ_1 értékek reprezentálják. A ROE esetén a kizárólag intézményi befektetőkből álló koalíció (homogén) negatív hatást gyakorol a vállalati teljesítményre, míg a működési hatékonyság függővé tételekor a homogenitás pozitívan járul hozzá a vezetői kontrollhoz. Abban az esetben, amikor a domináns tulajdonos egyben intézményi is, akkor a homogén intézményi koalíció tovább csökkenti a tulajdonosi aktivitás hatékonyságát.

9. tábla

**A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becsült hatása
a függő változókra, C_1 dominanciájának és típusának, valamint a koalíció
homogenitásának függvényében**

Függő változó						
ROE						
δ_1	δ_3	λ_1	δ_2	δ_4	λ_2	Γ_1
-110,18 (77,113)	85,43 (65,600)	-2,34 (37,099)	20,05 (37,443)	-27,18 (33,326)	-20,31 (31,554)	-14,42 (16,543)

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
(1,246)	(1,060)	(0,604)	(0,602)	(0,539)	(0,501)	(0,266)

Megjegyzés: $N=303$. δ_1 – nem domináns koncentrált tulajdonos hatása; δ_3 – domináns koncentrált tulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ($\delta_1 + \delta_3$); δ_2 – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása; δ_4 – a koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ($\delta_2 + \delta_4$); λ_1 és λ_2 – az intézményi befektetők egyéni, illetve jelenlétiükben a koalíció hatását jeleníti; δ_1 – a homogén, azaz csak intézményi befektetőkkel álló koalíció hatását méri; zárójelben a sztenderd hiba látható. *** – 1%-os szignifikancia; ** – 5%-os szignifikancia; * – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

4. KÖVETKEZTETÉSEK

A vállalati érték és a tulajdonosi struktúra közötti összefüggés egyre szélesebb körben kutatott kérdés. Az eredmények ugyanakkor meglehetősen ellentmondásosak; ennek egyik oka az eltérő módszertan, valamint koncentrációmérés. Dolgozatunk a koncentráció hatásán túl vizsgálta a koncentrált tulajdonosok koalícióalkotási hajlandóságát, annak hatását. A koalícióalkotás vizsgálatán túl a dolgozat fontos hozzájárulása a tárgyhöz a koncentrált tulajdonosok típusának bevonása az elemzésbe. A tulajdonosi aktivitással foglalkozó kutatási irány képviselői rávilágítottak a koncentrált tulajdonosok aktív szerepvállalása nyomán kialakuló vállalati teljesítményváltozásra, és ez alátámasztja vizsgálatunk létjogosultságát.

Eredményeink statisztikailag nem szignifikánsak, ugyanakkor részben alátámasztják a már eddig ismert összefüggéseket. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciája meghatározó a vállalatvezetői kontroll hatékonysága szempontjából. *A domináns koncentrált tulajdonos képes pozitív hatást gyakorolni a vállalati teljesítményre, ugyanakkor ilyen esetben a többi koncentrált tulajdonos tevékenysége káros hatást fejt ki.* A koalíció ellenben hatékonynak bizonyul, amikor a legnagyobb koncentrált tulajdonos nem rendelkezik 10%-nál nagyobb tulajdoni hányaddal.

Dominancia esetén az a tény, hogy a domináns koncentrált tulajdonos intézményi befektető, tovább erősíti a pozitív hatást, ugyanakkor tovább rontja a koalíció lehetőségeit. Fontos kiemelni, hogy ezen specifikációnál a működésihatékonyság-mutató mint függő változó pozitív kapcsolatot mutat a koalíció változójával, tehát ellentétben a ROE mutató esetével, *a koalíció képes a hatékonyságnövelésre.*

A koalíció összetételének, homogenitásának vizsgálata ellentétes eredményeket hozott a két függő változó viszonylatában. A ROE mutatónál a kizárólag intézményi befektetők alkotta koalíció nem képes pozitív irányban befolyásolni a vállalat teljesítményét, míg a működésihatékonyság-mutató esetében a reláció pozitív.

Összességül tehát azt mondhatjuk, hogy eredményeink, még ha statisztikailag nem is szignifikánsak, alátámasztják a koncentrált tulajdonosok egymáshoz viszonyított méretéből fakadó, eltérő hatékonyságot. Továbbá az is bizonyítást nyert, hogy a tulajdonos típusa, feltehetően az eltérő motiváció és célrendszerek következtében, ugyancsak változtat a vállalatvezetői kontroll hatékonyságán.

IRODALOMJEGYZÉK

- BARCLAY, M. J.–HOLDERNESS, C. J. [1989]: Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25. (2)., 371–395. o.
- BERLE, A. A.–MEANS, G. C. [1932]: Modern corporation and private property, New York, Macmillan.
- BHAGAT, S.–BLACK, B., BLAIR, M. [2004]: Relational investing and firm performance, *Journal of Financial Research*, 27. (1)., 1–30. 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.
- CLAESSENS, S.–DJANKOV, S. [1999]: Ownership concentration and firm performance in the Czech Republic, *Journal of Comparative Economics*, 27., 498–513. o.
- DEMSETZ, H.–LEHN, K. [1985]: The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 9. (6), 1155–1177. o.
- DYCK, A.–ZINGALES, L. [2004]: Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, LIX. (2)., 573–600. o.
- EARLE, J.–KUCSERA, Cs.–TELEGDY, Á. [2005]: Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange: Do too many cooks spoil the goulash?, *Corporate Governance*, 13. (2), 254–264. o.
- GORTON, G.–SCHMID, F. A. [2000]: Universal banking and the performance of German firms, *Journal of Financial Economics*, 58., 29–80. o.
- HOLMSTRÖM, B.–TIROLE, J. [1993]: Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy*, 101. (4), 678–709. o.
- LA PORTA, R.–LOPEZ-SILANES, F.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1997]: Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106., 1113–1155. o.
- MITTON, TODD [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.
- NOE, T. [2002]: Institutional activism and financial market structure, *Review of Financial Studies*, 15., 289–319. o.
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1986]: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94. (3), 461–488. o.
- ZWIEBEL, J. [1998]: Block investment and partial benefits of corporate control, *Review of Economic Studies*, 62., 161–185. o.