

BEDŐ ZSOLT¹

Az intézményi befektetők tulajdonosi szerepvállalását meghatározó tényezők: a magyarországi környezet vizsgálata

A cikkben a hazai intézményi befektetőknek, tőzsdei vállalatoknak a vállalatirányításban betöltött, lehetséges szerepét vizsgáljuk. Az intézményi finanszírozóktól függő és független tényezők alapján kijelenthető, hogy a fejlett tőkepiacokon egyre népszerűbb tulajdonosi aktivizmus nem várható el a hazai intézményektől. A portfólióvállalatok² nagyfokú tulajdonosi koncentrációja nem teszi lehetővé hangjuk hallatását. A jogszabályi előírások – még ha az elmúlt évtizedben lazultak is – korlátozó tényezők. Lényeges ugyanakkor, hogy az intézményi befektetők szervezeti kultúrája, tulajdonosi szemlélete sem teremti meg a tulajdonosi aktivizmus lehetőségét.

1. BEVEZETÉS

A vállalatok növekedésével és a 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 – ami nem feltétlenül jelenti a vállalati érték maximalizálását –, 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, amiről egy folyamatosan működő rendszer gondosodik. Ezt a rendszert vállalatirányításnak nevezzük, ami *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, amely a vállalatvezetőket visszatartja a helyzeti előnyükkel való visszaéléstől, azaz a tulajdonosok kihasználásától, két részre bonthatjuk. Belső mechanizmus alatt azokat a kontrollfolyamatokat értjük, amelyeket a vállalat belső szervezete, valamint a vállalatok működésére, felépítésére vonatkozó törvényi szabályozások definiálnak (hazánk-

¹ A szerző, aki a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának tanársegédje, ezúton szeretne köszönetet mondani a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete és a Befektetési Alapkezelők Magyarországi Szövetsége munkatársainak építő tanácsaiért, hozzászólásaiért.

² Portfólió-vállalat alatt az intézményi befektető portfóliójában szereplő, tőzsdén jegyzett vállalatot értjük.

ban ezt a feladatot a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény látja el). E belső tényezők közé soroljuk az igazgatótanácsot (amely az Egyesült Államokban a tulajdonosok érdekvédelmét látja el), a felügyelőbizottságot (a kontinentális Európában székelő vállalatok szervezeti felépítésében vállalt funkciója megegyezik az Egyesült Államokban működő igazgatótanácséval), a finanszírozási megállapodásokat, valamint bármely olyan szerződést, amely a vállalattal s annak érdekeltjeivel jogviszonyt létesít. A rendszer külső pillérét olyan piaci folyamatok alkotják, amelyek a vállalatvezetőket minél magasabb teljesítményre sarkallják, azaz a vállalat értékének maximalására kényszerítik. Ezek közé a termékpiacon, vállalatvezetői kontrollpiacot, s nem utolsósorban az aktív tulajdonosokat számítjuk.

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 érdekei érvényesítésével törődik, akkor a termék/szolgáltatás iránt csökken a kereslet, ez pedig 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, ami ismét megingatja a vezetők pozícióját. A vállalatfelvásárlást³ nevezzük a *vállalatvezetői kontrollpiacnak*.

A külső tényezők közül *tulajdonosi aktivizmusnak* a kilencvenes években felerősödő, leginkább pénzügyi intézményi befektetőket⁴ jellemző tevékenységet nevezzük, amelynek két formája létezik: közvetlen és közvetett. *Közvetlen aktivizmusról* akkor beszélünk, amikor az intézményi befektető közvetlenül beavatkozik a vállalat működésébe, ami a vezetők elmozdításával történhet. *Közvetett aktivizmus* alatt azt értjük, amikor az intézményi befektető aktív kereskedésével jelentős árfolyammozgást idéz elő, aminek előfeltétele a megfelelően nagy tulajdoni hányad. Ekkor az elégedetlen tulajdonos eladásai a részvényárfolyamot lefelé nyomják, s ez a vállalatot ismételtelen felvásárlási célponttá teszi.

3 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-jén hatályban lévő, az állam tulajdonában lévő vállalkozói vagyon értékesítéséről szóló 1995. évi XXXIX. törvény mellékletében szereplő vállalatok felvásárlása esetén a következő szabályokat írja elő: (1) Az ajánlattevő cég (továbbiakban: vevő) az újonnan létrejövő vállalatra vonatkozó működési és üzleti tervet köteles készíteni, amelyet a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletéhez történő benyújtás előtt a vevő igazgatóságának jóvá kell hagynia. (2) Az újonnan létrejött cégek kötelesek az igazgatóság és felügyelőbizottság napirendi pontjait, s az ülésre vonatkozó meghívót a Magyar Energia Hivatalnak (MEH) megküldeni. A MEH a bizottságokba köteles tanácskozási joggal szakembert delegálni, aki az üléseken szünetelt döntésekről a MEH-et tájékoztatja. (3) A felvásárolandó (cél-) vállalat alapszabályából törölheti azon passzusokat, amelyek az igazgatóságnak, igazgatótanácsnak és felügyelőbizottságnak 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. (6) Az alapszabály előírhatja az igazgatósági tagok visszahívásához szükséges szavazati arányt.

4 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, a kockázati tőkealapokat, a biztosítóiintézeteket, az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakat, a magánnyugdíjpénztárakat, az Országos Egészségbiztosítási Pénztárat és az Országos Nyugdíjbiztosítási Főigazgatóságot értjük. A cikkben ezt a szereplői csoportot röviden intézményi befektetőknek nevezzük.

Az intézményi befektetők szerepvállalásának növekedése, ami a tőkepiacok jelentőségének, súlyának felértékelődésével párhuzamosan ment végbe, a *vállalatirányítás piaci modelljének* dominanciáját eredményezte. Vitathatatlan tény, hogy a kérdéses csoport tőkepiaci jelenléte jelentősen nőtt az elmúlt évtizedekben, ugyanakkor álláspontunk szerint léteznek olyan külső és belső tényezők, amelyek eme csoportnak a vállalatirányításban betöltött szerepét, lehetőségeit korlátok közé szorítják. Az intézményi befektetők tulajdonosi aktivitására az alábbi külső és belső tényezők hatnak. Külső tényezők: (1) a portfólióvállalatok tulajdonosi szerkezete; (2) az intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya, s a portfóliójukban lévő részvények hányada; (3) az általuk megvásárolható tulajdoni hányad nagysága, amelyet törvényi előírások szabályoznak. Belső tényezők: (1) ügynökprobléma és a befektetési feladatot végző érdekei; (2) potyautas-probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága; (3) a portfólióvállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások.

Ebben a cikkben ezen tényezőket tárgyaljuk, s mutatjuk be a magyarországi környezetben. A külső tényezők elemzésénél arra a következtetésre jutunk, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok tulajdonosi szerkezete a kontinentális európai vállalatokéhoz hasonlóan koncentrált, ami szűkíti a kisebbségi tulajdonosok érdekérvényesítésének lehetőségeit. Annak ellenére, hogy a kérdéses csoport tőkepiaci jelenléte a nemzetközi tendenciákhoz hasonlóan magas, s a jogszabályok egyre nagyobb tulajdoni hányad megszerzését engedélyezik számukra, tulajdonosi fellépésük elenyésző. A külső korlátozó tényezők mellett lényeges továbbá a belső motiváció hiánya is, ami az ügynökproblémából eredeztethető. Mind a szervezeten belüli, mind pedig az intézményi befektető és portfólióvállalat közötti érdekkonfliktus felelős az aktív tulajdonosi szemlélet hiányáért.

2. KÜLSŐ TÉNYEZŐK

Ebben a részben azokat a tényezőket tárgyaljuk, amelyek az intézményi tulajdonosok saját döntésétől függetlenül teremtik meg vagy korlátozzák a tulajdonosi aktivizmus lehetőségeit. Elsőként a tőkepiacokon jegyzett vállalatokra jellemző tulajdonosi szerkezetet vizsgáljuk, s megállapítjuk, hogy a tulajdonosi aktivizmusnak csak a szót tulajdonosi struktúrával rendelkező portfólióvállalatok esetében adódik tér az aktív tulajdonosi szerep vállalására. Véleményünk szerint a magas koncentrációjú tulajdonosi szerkezetben – a törvényi szabályozás miatt – az alacsony tulajdonosi részesedéssel rendelkező intézményi finanszírozók lehetőségei limitáltak.

Elemezzük továbbá a tőkepiacokon az elmúlt évtizedekben megjelent intézményi finanszírozók működését. Ennek alapján kijelenthetnénk, hogy eme csoportnak komoly szerepe lehet a jegyzett vállalatok felügyeletében, hiszen súlyuk világszerte átlépte az ötvenszázalékos küszöböt. A kérdéses csoport portfólióösszetétele s a portfólióvállalatok tulajdonosi szerkezetében betöltött szerepe alapján azonban megállapítjuk, 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 vezetjük vissza. Ezek a korlátok a portfólióvállalatokban szereshető befolyást, valamint az intézményi finanszírozók részvénybefektetéseit maximálják. Elismerve a túlzott befolyásszerzésből adódó esetleges konfliktus-

kat, valamint a kellő diverzifikáció során jelentkező addicionális kockázatot, megállapítjuk, hogy a csoportba tartozó szereplőknek a törvények adta lehetőségei nem kedveznek a tulajdonosi aktivizmus gyakorlásának.

2.1. Tulajdonosi szerkezet, koncentráció

Az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmusának hatékonysága függ a portfólióvállalat tulajdonosi szerkezetétől. A tulajdonosi szerkezet alatt a tulajdonosok számát, s tulajdoni hányaduk nagyságát értjük. Ennek alapján a szerkezet két szélsőség között mozoghat. Szétosztott tulajdonosi szerkezetéről – amely 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, amely a tulajdonos számára nem teszi lehetővé az éves közgyűlésen a javaslatot. A gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény 5 százalékban határozta meg azt a szintet, amely fölött a tulajdonost koncentrált tulajdonosnak nevezzük. Alacsony, azaz szétszórt tulajdonosi szerkezet esetén az egyes tulajdonosok érdekérvényesítő képessége alacsony, hiszen ahhoz, hogy javaslataik napirendre kerüljenek, összefogásra van szükség más tulajdonosokkal. Az összefogás, azaz kooperáció egy likvid, nagy kapitalizációjú tőzsdén költséges és időigényes tevékenység.

A spektrum másik végén a magas tulajdonosi koncentrációjú vállalatok foglalnak helyet; ez elsősorban a kontinentális európai vállalatokra jellemző. Ezen vállalatok esetén nemcsak a koncentrált tulajdonos megléte, de a 10 százaléknál magasabb tulajdoni hányadot birtokló, domináns tulajdonos jelenléte is megfigyelhető. Ebben a helyzetben a domináns tulajdonos érdekérvényesítő képessége „határtalan”, ami a tulajdonosok közötti kooperációt ismételtelen kizárja. A nagyon magas koncentráció ugyanakkor felveti a domináns tulajdonos kisebbségi tulajdonosokkal szembeni visszaélésének lehetőségét.

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

A világ leggazdagabb országainak tőzsdén jegyzett nyilvános vállalatok tulajdonosi végső (közvetlen és közvetett) szerkezete (maximum 20%-os tulajdonhányad-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], 492. o.)

Megjegyzés: A táblázat a legfeljebb 20 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkező koncentrált tulajdonosok, országok és tulajdonosok szerinti megoszlást mutatja.

Az 1. 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, amelynek lenne 5 százalék tulajdoni hányadot elérő tulajdonosa. A 27 ország átlagát vizsgálva kijelenthető, hogy a szétaprózódott tulajdonosi szerkezet 36,5 százalékban van jelen, míg a családi kategória 30 százalékkal a második helyen szerepel. Az intézményi befektetők lehetőségeit tovább csökkenti az alacsony intézményi befektetői jelenlét, amely a 27 ország átlagában mindösszesen 5 százalékot mutat. Eme szint következhet a portfólió kialakítására vonatkozó törvényi előírásokból (a kérdéssel ebben a fejezetben részletesebben is foglalkozunk), az intézmények diverzifikációra való törekvéséből vagy aktív kereskedési stratégiájából.

Tanulmányunk szempontjából a 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 koncentrált tulajdonos, aki konfliktusba kerülhet a kérdéses csoporttal. Az 1. 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 – amit aztán az 1999-es kutatásukkal verifikáltak – kimondja, hogy 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 védelmet biztosító államokban tapasztaltakkal. Ahol nem megfelelő a jogszabályi védelem, és a jogok érvényesítése nehézkes, ott a tulajdonosok, hogy érdekeiket érvényesítsék, megfelelően nagy tulajdoni hányad akkumulálását célozzák meg. La Porta és szerzőtársai [1998] tételét elfogadva azt mondhatjuk, hogy azon országok esetén, ahol a nem intézményi tulajdonosok dominanciája jellemző, az intézményi befektetők tulajdonosi aktivizmussal történő érdekérvényesítési lehetősége tovább korlátozódik. Az intézményi befektetők domináns tulajdoni hányadának megszerzését ugyanakkor korlátozza a jog, s ezeket a törvényi korlátokat ebben a fejezetben részletesebben is tárgyalom.

Kontinentális európai viszonylatban lényeges jellegzetesség a családi dominancia is, ami könnyen kiolvasható az 1. táblázatból. *Faccio és Lang* [2001]) 5232 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. Ilyen esetben egy külső tulajdonos beleszólási lehetőségei a vállalatirányításba fokozottan limitáltak. Az érdekviszonyok megértése a kontinentális európai vállalatoknál azért is nehézkes, mert a tulajdonlás sok esetben piramisszerkezetben, holdingstruktúrában vagy kereszttulajdonlással történik.

A koncentrált tulajdonosok jelenlétén és kilétén túl fontos kérdés a legnagyobb tulajdonosok birtokában lévő tulajdoni hányad nagysága is, ugyanis minél magasabb a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada, annál kisebb annak a valószínűsége, hogy más koncentrált tulajdonosokkal együttműködve, hatást kíván gyakorolni a vállalatvezetésre. Ez egyben a tulajdonosi aktivizmus hatékonyságának sérülését jelenti. A 2. táblázatból ismét az olvasható ki, hogy a legnagyobb tulajdoni hányad a kontinentális európai vállalatokra jellemző. Ez tehát tovább erősíti a már előzőekben tárgyalt problémát, amely szerint az intézményi befektetők esetében a kontinentális európai környezet nem ideális tulajdonosi aktivizmus gyakorlására, hiszen a túlzott tulajdonosi koncentráció „kiszorító” hatása érvényesülhet.

2. 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], 1052. o.)

¹ Earle, Kucsera, Telegdy ([2005], 257. o.)

² Bedő, Ács ([2007], 6. o.)

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

A tulajdonosi szerkezet szempontjából a fejlett és fejlődő államok tőzsdén 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 százalékos –, amelyet Earle és szerzőtársai [2005] paneladatokon mértek, s *Voszka* [2000] eredményéhez – 50,9 százalékos – közel állnak. A közép- és kelet-európai régióban érdekes, hogy az átlagos koncentráció (29,46 százalékos – Bedő, Ács [2007]) alacsonyabb, mint hazánkban, amit a varsói tőzsdén jelenlévő nagyszámú intézményi befektető, valamint a tőzsdén keresztüli privatizáció okozhat. Hazánkban ugyanis a kilencvenes években alkalmazott privatizációs eljárás a külföldi szakmai befektetők térnyeréséhez, s ezen csoport közel kizárólagos tulajdonszerzéséhez vezetett (*Voszka* [1999]). 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 volt a jellemző.

Az a tény, hogy az angolszász országokban működő vállalatok tulajdonosi szerkezete különbözik kontinentális európai társaikétól, azt indukálja, hogy a vállalatirányítás rendszere által megoldandó probléma is módosul. A szétszórt, vagy ahhoz nagyon közeli struktúra esetén a konfliktus forrása a tulajdonosok alacsony érdekérvényesítő képessége a vállalatvezetőkkel szemben. Ugyanakkor az európai magas koncentráció a konfliktus súlypontját áthelyezi a legnagyobb tulajdonosok és kisebbségi tulajdonosok közé, hiszen ekkor a vállalatvezetés elsősorban a legnagyobb koncentrált tulajdonos irányítása alatt áll. A legnagyobb tulajdonosnak a vállalatvezetésre gyakorolt befolyása kizárólagos előnyök (private benefit of control – *Jensen, Ruback* [1983]) biztosíthat számára, ami egyben a kisebbségi tulajdonosok érdeksérelméhez vezethet.

2.2. Az intézményi tulajdonosok tőkepiaci súlya s a portfólióikban lévő részvények hányada

A portfólióvállalatok tulajdonosi szerkezete alapján tett megállapításunk – amely szerint az angolszász országokban a szórt, míg a kontinentális európai régióban a koncentrált tulajdonosi szerkezet, s leginkább családok és más vállalatok dominanciája a jellemző – kiegészítésre szorul abban a tekintetben, hogy a vizsgált tőkepiacokon melyik befektetői csoport jelenléte a legnagyobb. Ennek vizsgálata azért lényeges, mert ha létezik olyan kör, amelynek a tőkepiaci súlya szignifikáns, akkor eme szereplők befektetési stratégiájuk megváltoztatásával könnyen domináns tulajdonosokká válhatnak. Esetünkben ez azt jelenti, hogy ha az intézményi befektetők csökkentik portfóliójuk diverzifikáltságát, akkor befolyásolhatnák egyes vállalatok működését, amihez az angolszász országokban alacsonyabb tulajdoni hányad sügégettetne, mint a kontinentális európai vállalatok esetében.

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. táblázat), míg súlyuk a huszadik század derekán a tíz százalékot sem érte el (Board of Governors of the Federal Reserve System [2003]). A 3. táblázat hatodik oszlopában látható, hogy az intézményi befektetők tulajdoni hányada 2003-ra az Egyesült Államokban

kibocsátott nyilvános vállalati részvények esetén megközelítette az ötven százalékot, majd a következő évben átlépte ezt a szintet, s az idei év első felében meg is haladta. Fontos hangsúlyozni, hogy ez az érték az összes nyilvános vállalatra értendő, s nem implikál befolyásszerzést, 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. Az 1. táblázat alapján megállapíthatjuk, hogy az intézményi befektetőknek a portfólióvállalatok tulajdonosi struktúrájában betöltött szerepe Franciaországban, Németországban és Olaszországban nagyobb volt, mint az Egyesült Államokban, ugyanakkor tőkepiaci súlyuk elmaradt a tengerentúlitól. *Berglöf* [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, ami esetenként portfóliójuk diverzifikáltságának alacsony szintjét jelentheti.

3. táblázat

Az Egyesült Államokban működő intézményi befektetők nyilvános vállalatok részvényeiben elfoglalt pozíciója (százalék)

	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 végzett saját számítás

Megjegyzés: * a tárgyév első negyedéves adata

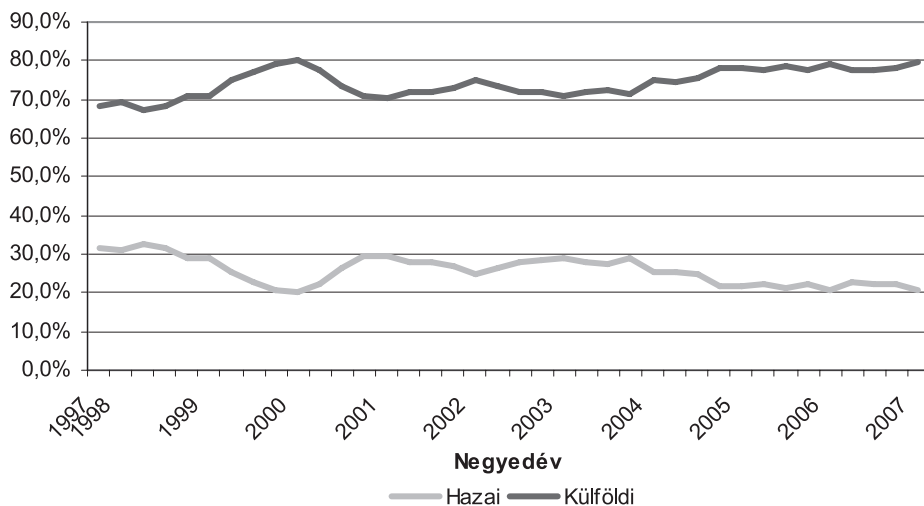
Az intézményi befektetők csoportján belül az Egyesült Államokban érdemes összevetni a 3. és az 5. táblázat adatait, hiszen abból kiderül, hogy míg a befektetési alapok súlya a legnagyobb (2007 első negyedévére meghaladja a 25 százalékot), addig tulajdonosi befolyásuk elmarad más intézményi finanszírozókéétól (az 5. táblázat A paneljén az 500-as mintában egyszer sem szerepelnek mint legnagyobb koncentrált tulajdonosok; míg az „intézményi befek-

tetők” – amelyek között a nyugdíjpénztárak 85,23 százalékban vannak jelen – a legnagyobb koncentrált tulajdonosi szerepet játsszák). Ez egyébként nem meglepő, hiszen kutatások támasztották alá, hogy a vizsgált csoportban az állami nyugdíjpénztárak a legaktívabbak (*Del Guercio, Hawkins* [1999]). Nemzetközi viszonylatban ez az intézményi finanszírozók aktív tulajdonosi szemléletének pozitív változását is jelentheti, hiszen a Conference Board 2005-ös felmérése szerint a 25 legnagyobb egyesült államokbeli állami nyugdíjalap részvénytőrtulijának 17,5 százalékát nemzetközi részvények tették ki.

A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok részvényeinek tulajdonosi megoszlását figyelve, egyértelmű a nemzetközi befolyás, amit az 1. ábra mutat be. Az elmúlt tíz év távlatában a külföldi tulajdonosok súlya a 70-80 százalékos sávban mozgott, ami jelentősnek mondható, s felveti a nemzetközi tendenciákkal szembeni hazai kitettség 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, amely értéknek a 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.

1. ábra

A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények összesített hazai és külföldi tulajdonosok szerinti megoszlása (százalék)



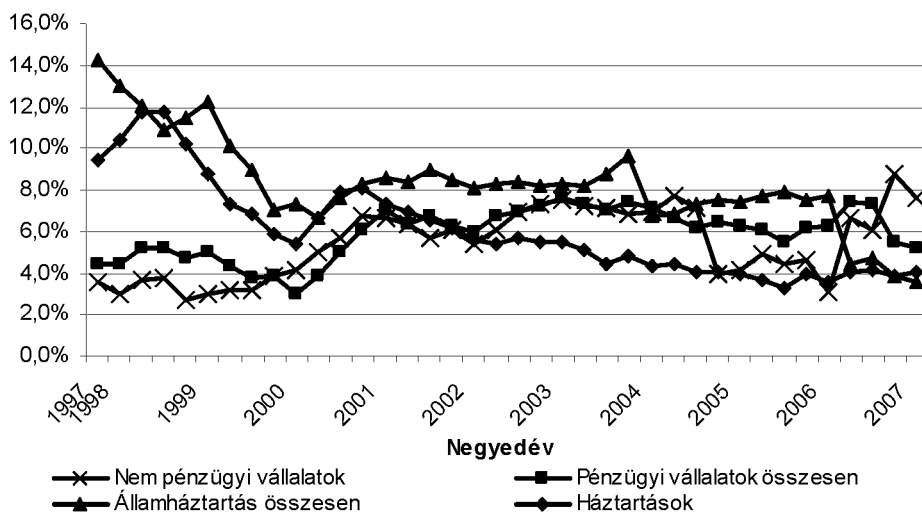
Forrás: MNB-adatok alapján végzett saját számítás

A BÉT-en a hazai pénzügyi vállalkozások szerepe az elmúlt évtizedben nem változott jelentősen (lásd 2. ábra), hiszen súlyuk 4 százalékos körüli értékről 2006 második negyedévében 7,4 százalékosra emelkedett, majd 5 százalékos szintre süllyedt. A lakosság részvénybefektetései alakulását a pénzügyi vállalkozások hasonló investíciójával összevetve, ellentétes tendenciát figyelhetünk meg, azaz ahogy a lakossági részvénytulajdon csökkent, úgy növekedett az intézményi tulajdonosok részesedése. Ennek fő oka a befektetési jegyek népszerűségének növekedése, ami a lakosság növekvő közvetett tulajdonviszonyát jelenti. 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 3. ábra), hogy a vizsgált időszakban a biztosítók és pénztárak súlya növekedett a legjobban, ezeket a befektetési alapok állománya követte. A pénztárak kategóriája, az 1997-es 1 százalékról indulva, 2003-ban elérte maximumát (3,95%), majd 2007 első negyedévére 3,2 százalékosra csökkent. A második helyen a befektetési alapok állománya látható, amely ugyancsak 1 százalékról indult, 2006 harmadik negyedévére 2,15 százalékos szintet ért el, s mára 1,72 százalékos szinten áll.

2. ábra

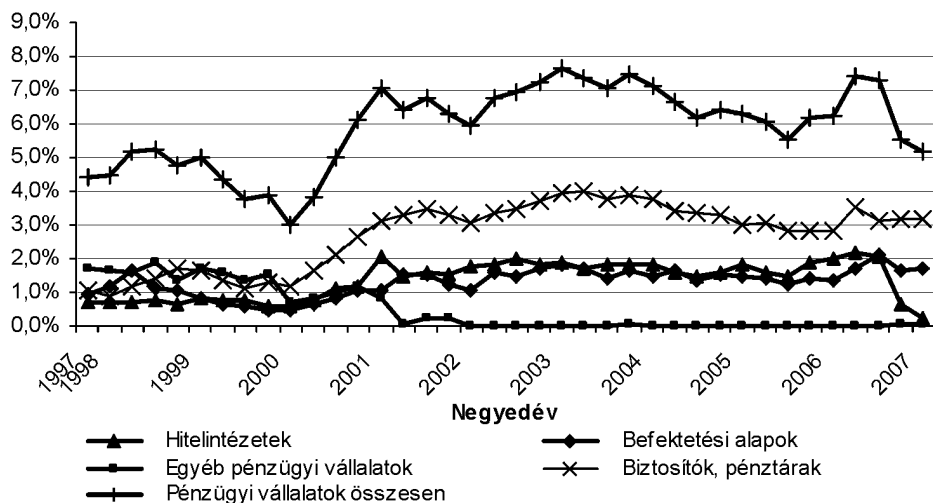
A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett részvények hazai tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (százalék)



Forrás: MNB-adatok alapján végzett saját számítás

3. ábra

**Tőzsdén jegyzett részvények tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása
százalékos értékben (kizárólag hazai pénzügyi vállalatok)**



Forrás: MNB-adatok alapján végzett saját számítás

A BÉT-en megfigyelhető, szignifikáns külföldi intézményi befektetői jelenlét a nem nyilvános, azaz tőzsdén nem jegyzett vállalatoknál már nem jellemző, amit *Vedres* [2000] 1998-as adatai az 500 legnagyobb magyarországi vállalattal kapcsolatban alá is támasztanak. A mintában szereplő vállalat 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, ami leginkább a stratégiai szakmai befektetők szerepvállalásában nyilvánult meg.

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 végzett saját számítás

A már tárgyalt tulajdonosi szerkezet s 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 koncentrált tulajdonosok befektetési horizontja, szakmai tudása, belső szervezeti felépítése – érdekszerkeze, kultúrája – eltérő, ezért a portfólióvállalat működésébe történő beleszólás, azaz a tulajdonosi fellépés sem egyezik. Egy adott tulajdonosi csoport befolyása, illetve annak mértéke is eltérő hatást gyakorolhat a vállalat teljesítményére. *Morck* és szerzőtársai [1988] kimutatták, hogy a belső tulajdonosnak – ami esetünkben vállalatvezetői tulajdonlást jelent – a vállalatteljesítményre gyakorolt hatása nem monoton: alacsony koncentrációnál pozitív, magasnál negatív, míg a maximum koncentrációnál ismét pozitív értékbefolyásoló hatás érvényesül. Vizsgálatuk így egy N-alakú értékfüggvényt eredményezett.

Ezzel szemben – *Morck* és szerzőtársai eredményét kiegészítve – *Cui* és *Mak* [2002] vállalatvezetői blokktulajdonlás esetén a koncentráció és teljesítmény viszonyát vizsgálva, W-alakú függvényre jutott. A W-alakú függvény ugyanakkor a K+F intenzív iparágakban működő vállalatokra volt jellemző, amiből arra a következtetésre juthatunk, hogy a koncentrált tulajdonos 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 jutott, hogy az Egyesült Államokban működő állami nyugdíjpénztárak ve-

zetői, politikai ambícióikból adódóan, többnyire a nyilvános fellépést választják, aminek a hatása esetenként kontraproduktív. Mivel a magánnyugdíjpénztárak vezetői megmaradnak a magánszektorban, így számukra az informális, „kulisszák mögötti” alku sokkal inkább elfogadható eszköze a tulajdonosi aktivizmusnak. *Bhagatnak* és szerzőtársainak [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 fellépésre.

5. táblázat

Az Egyesült Államokban és Közép- és Kelet-Európában jegyzett tőzsdei vállalatok koncentrált tulajdonosi megoszlása 2005 harmadik negyedévében

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 végzett saját számítás

Megjegyzés: a B₁, B₂, B₃ kategória az első három legnagyobb koncentrált tulajdonosi reprezentálja. 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. táblázat alapján könnyen belátható, hogy a vállalatirányítás problematikája jelentősen különbözik egymástól az Egyesült Államokban és Közép- és Kelet-Európában (KKE). Mindhárom tulajdonosi szinten 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. A befektetési alapok alacsony koncentrált tulajdonosi jelenléte a portfóliódiverzifikáló befekte-

tési stratégiáról tanúskodik mindkét régióban, míg a nyugdíjpénztárak számtalanszor dokumentált aktív fellépését az Egyesült Államok esetében a nyolcvan százalék körül szóródó értékek alátámasztják.

6. táblázat

**Részvények aránya az intézményi befektetők vagyonában
2007 második negyedévében**

Panel A: Hazai			
Intézményi befektető típusa	Részvényvagyon 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	Részvényvagyon 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 végzett saját számítás

Összességében a magyarországi intézményi befektetők alacsony tulajdonosi részesedése nem meglepő, hiszen portfóliójuk mindösszesen 6,98 százalékát fektetik tőzsdei részvényekbe (lásd 6. táblázat). Eme csoporton belül részvénybefektetések alapján a biztosítók-tól 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 esetében (lásd 6. 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 „két-szeresen 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 portfóliódiverzifikálás kockázatsökkentő hatásával élve, nem jellemző a portfólióvállalatokban képződő koncentrált tulajdoni hányad. Az Egyesült Államokban működő intézményi finanszírozók részvénybefektetései nagyobb arányban eredményeznek koncentrált tulajdonosi szerepet, mint a kontinentális európaiaké, valamint az európai portfólióvállalatokra a belső koncentrált tulajdonos befolyása a jellemző, ami tovább szűkíti az intézményi finanszírozók mozgásterét. Így kijelenthető, hogy a vizsgált csoportnak a blokktulajdonlásból adódó tulajdonosi befolyása nem elégséges az aktív tulajdonosi szerepvállaláshoz.

2.3. A portfólió kialakítására és a befolyásszerzésre vonatkozó szabályok

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

Mielőtt a szereplői csoportokra vonatkozó limiteket s azok implikációit tárgyalnánk, ismertetjük a befektetési alapoknak a 2003 nyarán életbe lépett, új szabályozás nyomán kialakult csoportosítását. Különbséget kell tenni a befektetési alapok között aszerint, hogy szervezetük s befektetési tevékenységük megfelel-e az Európai Parlament és Európa Tanács 2005/1/EK irányelvének, amely az 1985. december 20-i 85/611 EGK-irányelvet módosította. Az irányelv szerint azokat a befektetési alapokat, amelyek megfelelnek a 85/611 EGK-irányelvnek, átruházható értékpapirokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásoknak (ÁÉKBV, angolul undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS) nevezzük, amelyek a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényben európai befektetési alap néven szerepelnek. Ezzel szemben azok az alapok, melyek nem felelnek meg a már említett irányelvnek, a non-UCITS (nem ÁÉKBV) kategóriába kerültek, amely a törvényben szereplő „befektetési alapnak” felel meg⁵.

5 A továbbiakban a UCITS-okat európai befektetési alapoknak, s a non-UCITS-okat befektetési alapoknak nevezzük.

Hazánkban a törvényi változás számos, az aktív tulajdonosi szerepvállalás szempontjából pozitív fejleményt hozott. Míg a befektetési alapoknál 2001-ben még az 5:10-es szabály működött (Karsai [2001]), addig napjainkban a honi szabályozásnak és az unió irányelveinek megfelelően, az intézmények mozgásterét jelentősen megnövekedett. Az úgynevezett 5:10-es szabály szerint a befektetési alapok tőkéjük legfeljebb 5 százalékát helyezhetik el egy adott kibocsátó azonos fajtájú értékpapírjába, amelyik 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 szerezhet 10 százalékot meghaladó befolyást egy adott kibocsátóban, azaz összesített (közvetlen és közvetett) tulajdoni hányada nem haladhatja meg a vállalat ösztökéjének 10 százalékát. A 2003-as jogszabály-módosításkor a befolyásszerzésre vonatkozó 10 százalékos korlát nem változott, ellenben a befektetési alap-portfólió összetételére vonatkozó előírások jelentősen módosultak, amit a 7. 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 egyazon kibocsátótól származnak, az alap összvagyonának 15 százalékát teheti ki. Ez tehát azt jelenti, hogy a jogszabályváltozás 5-ről 15 százalékra növelte ezt a korlátot, ami zárt végű alapoknál további öt, azaz 20 százalékot jelent. A befektetés kockázatának növekedésével természetesen a portfólióelem megengedett hányada is csökken, hiszen a kérdéses hányad tőzsdei bevezetés előtt álló vállalatoknál 10-10 százalék, míg tőzsdén nem jegyzetteknel 2-10 százalék (nyilvános nyílt és zárt végű befektetési alapok). Ha a befektetési alap portfóliójában több olyan kibocsátó részvénye is megtalálható, amelyek 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 kategóriáját találhatjuk, amelynek révén a befektetési alap ugyancsak közvetett tulajdonosi befolyásra tehet szert. Ez esetben azonban a alapba befektető alap összvagyonának, valamint a portfólióban szereplő alapban meglévő részvényhányadnak megfelelően magasnak kell lennie ahhoz, hogy az alapba befektető alap beleszólhasson a portfólióvállalatok döntéshozatalába.

A UCITS-okra, azaz európai befektetési alapokra vonatkozó szabályozás kissé eltér a hazai alapokra vonatkozótól, hiszen egy jegyzett vállalat által kibocsátott értékpapír aránya nem érheti el az alap összvagyonának 5 százalékát. Az irányelv lehetőséget biztosít a tagállamoknak az 5 százalékos szint maximum 10 százalékra történő emelésére, amit Magyarország 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, amelyek súlya egyenként meghaladja az 5 százalékos korlátot. Ekkor ezen elemek összértékének súlya nem lehet több az alap összvagyonának 40 százalékánál. A 85/611 EKG-irányelv nem csupán a befektetési alapokra, de az alapkezelőkre vonatkozóan is előír limiteket. Eszerint az európai befektetési alapot irányító alapkezelő az általa kezelt európai befektetési alapok portfóliójában nem szerezheti meg egy kibocsátó szavazati jogot biztosító részvényeinek olyan hányadát, amely jelentős befolyást biztosítana az alapkezelő számára. A befektetési alapokra vonatkozóan az irányelv az egy kibocsátóban szerezhető befolyást 10 százalékban maximálta, míg a kollektív befektetési forma kollektív befektetési értékpapírjainál legfeljebb 20 százalékot engedélyezett.

7. táblázat

**Befektetési alapok és európai befektetési alapok
portfólióösszetételére vonatkozó korlátok (százalék)**

	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) A „b” sor szerinti limitet meghaladó, meg- felelően 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: A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. 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.

Passzív befektetési stratégiát követő európai befektetési alapoknál, azaz indexalapoknál a saját tőkére vetített, egy kibocsátóra vonatkozó limit legfeljebb 20 százalék, ami 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 következtetéseket vonnánk le, fontos megemlíteni, hogy az EU (85/611 EGK) és nemzeti szintű szabályozás más tagállamoknál is szétválik, kivéve a befektetési alapok európai központjaként számon tartott Írországot, Luxemburgot és Hollandiát.

Ha a magyarországi befektetési alapok aktív tulajdonosi szerepvállalásának lehetőségét vizsgáljuk, akkor azt mondhatjuk, hogy helyzetük az elmúlt öt évben egyrészt javult – hiszen összvagyonuk akár 20 százalékát is befektethetik egy kibocsátó értékpapírjába –, ugyanakkor nem változott, mert az egy kibocsátóban szereshető befolyásuk nem haladhatja meg a kibocsátó össztkéjének 10 százalékát. A 10 százalékos limit nem is lenne alacsony, ha a tőzsdei vállalatok tulajdonosi szerkezete szórt lenne, hiszen akkor az alap, egyedüli koncentrált tulajdonosként, jelentősen befolyásolhatná a vállalat működését. Ezzel szemben, ahogy azt már ebben a fejezetben bemutattuk, a hazai nyilvános vállalatok tulajdonosi struktúrája – a kontinentális európai vállalatokéhoz hasonlóan – koncentrált, ami azt eredményezi, hogy a 10 százalékos tulajdoni hányad csupán kisebbségi tulajdonosi státusz megszerzésére elegendő.

A portfólióvállalatban szereshető tízszázalékos érdekeltség az Egyesült Államokban más koncentrációkat enged levonni, hiszen az USA piacaira jellemző, alacsony tulajdonosi koncentrációnál az említett limit már komoly befolyást tesz lehetővé. Mindazonáltal, annak ellenére, hogy ott tízszázalékos tulajdoni hányad megszerzése lehetséges, a befektetési alap saját tőkéjének csak 5 százalékát fektetheti egy adott kibocsátó által kibocsátott értékpapírba. Ez tehát azt jelenti, hogy az Egyesült Államokban szintén az 5:10-es szabály működik. Az 5 százalékos küszöbvel mint diverzifikációt, azaz befektetői védelmet biztosító szabállyal kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy hatékonyságát tekintve nem tökéletes, hiszen nem ír elő ágazatok közötti limiteket, s így az ágazati kockázatokkal szembeni kitettséget nem szünteti meg (Karsai [2001]).

Karsai [2001] megállapítása, amely szerint a hazai magánnyugdíjpénztárak által birtokolható, egy adott vállalattól származó részvények aránya felülmúlja a befektetési alapokra vonatkozó limitet, mára nem érvényes, hiszen a magánnyugdíjpénztárak esetében a 10:10-es szabály nem változott, míg a befektetési alapok portfólióképzési limitjei jelentősen átalakultak. A magánnyugdíjpénztáraknak nincs lehetőségük olyan vállalati részvény vásárlására, amelyet elismert értékpapírpiacra nem jegyeznek, 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 denominált az adott instrumentum. Ezt devizamegfeleltetési szabálynak nevezzük, és a pénztár összvagyonának legfeljebb 30 százaléka feket ilyen eszközökben. Az európai befektetési alapok megjelenésével ugyanakkor ez a szabály okafogyottá vált, hiszen az alapok értéke forintban denominált, míg a mögöttes instrumentum külföldi. Így, ha a pénztár egy európai részvényalapba fektet be, könnyedén átlépheti a 30 százalékos limitet. 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, ami egy kibocsátó esetén maximum 10, míg egy alapkezelőnél 30 százalékra módosul.

Az itt tárgyalt három intézményi befektetői csoport közül az üzleti biztosítók lehetőségei a legtágabbak az aktív tulajdonosi szerepvállalásban. Esetükben egy adott vállalatban szerzett tulajdoni hányad elérheti a vállalat jegyzett tőkéjének 25 százalékát, s ezt a biztosító a biztonságtechnikai tartalék terhére vásárolhatja meg. Ez a tulajdonrész Magyarországon is számottevő lehet, s lehetőséget teremthet a részvételre a vállalat működésében. Ugyanakkor ahhoz, 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 összcsúlya, amelyek képviselik a 10 százalékot elérő befektetést, nem haladja meg a biztonságtechnikai tartalék 40 százalékát. A befolyásszerzés azért is vált könnyebbé eme csoport számára, mert lehetőségük nyílt elismert értékpapírpiacon nem jegyzett vállalatok részvényeinek megvásárlására, ugyan-csak 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 megvalósíthassa elképzeléseit, megfelelően nagy tőkével kell rendelkeznie, vagy megfelelően kis méretű vállalatot kell kiszemelnie. Fontos kiemelni azt is, hogy a szabályozásnak a transzparencia követelménye miatt nyomon kell követnie a limitek változását, ami enyhítheti a portfólió diverzifikálásának csökkenéséből származó nagyobb kockázatot, valamint megelőzi a vállalatokban szerzett befolyással való visszaélést. A limitek növeléséből adódó tulajdonosi aktivizmus hatékonyságának emelkedése nyomán keletkező érték függ a portfóliómenedzserek motiváltságától, ösztönzési rendszerétől is.

3. BELSŐ TÉNYEZŐK

Az előző fejezet olyan tényezőket vett lajstromba, amelyek kívülről, az intézményi befektetőtől függetlenül gyakorolnak hatást az intézmény tulajdonosi szerepvállalására. Ezzel szemben ebben a fejezetben olyan belső viszonyokat tárgyalunk, amelyek 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 „kilépés” stratégiáját választja (Hirshman [1970])?* Ez más megfogalmazásban azt jelenti, hogy miért nem avatkozik be az intézményi befektető, megfelelően nagy tulajdoni hányadot s ezáltal befolyást feltételezve, a nem megfelelően működő portfólióvállalat tevékenységébe ahelyett, hogy inkább megválna a részvénytől?

Az aktív fellépéstől való tartózkodásnak véleményünk szerint négy belső oka van. Előszörként az „ügynök figyeli az ügynököt” problémát (Black [1992]; Woidtke [2002]) kell megemlíteni. Az intézményi befektetők szervezeti felépítése – beszélhetünk akár nyugdíjpénztárról, akár alapkezelőről – előrevetíti a problémát, hiszen a portfólióallokációért felelős személy, a vállalatvezetőhöz hasonlóan, alkalmazottként más vagyonát, tulajdonát menedzseli, alkalmja. A tulajdonosétól vagy éppen pénztárgától eltérő célfüggvény minden esetben az érdekek konfliktusához vezet. Ugyanakkor hangsúlyoznunk kell, hogy a fejezet során, amikor

érdekkonfliktusról beszélünk, nem azt akarjuk 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 érdeképviseletében.

Az „ügynöki” magatartás akkor is megjelenik, amikor a portfóliómenedzser nem hajlandó vállalni a fellépés költségeit, hiszen azok rövid távon csökkentik a portfólió hozamát, s ezáltal a menedzser teljesítményéhez kötött javadalmazását. Abban ugyanakkor, hogy ez a magatartásforma jelentkezik, a pénztártagok vagy befektetésiigye-tulajdonosok éppen annyira hibásak, mint a menedzser, hiszen a rájuk jellemző, rövid távú szemlélet kényszeríti a menedzsereket ebbe a szerepkörbe.

A fellépésből származó költségek versenyhátrányt jelentenek az aktív intézménynek, 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 befektetésiigye-tulajdonosokat és pénztártagokat. Ezt a jelenséget „potyautas-problémának” nevezzük.

Végül: az érdekelt felek közötti összefonódások akadályt gördíthetnek a tulajdonosi aktivitás elé. Elképzelhető, hogy az alapkezelő vállalat egy bank tulajdonában van. Az alapkezelő részvényportfóliójában olyan vállalat is megtalálható, amelyik szoros üzleti viszonyt ápol a bankkal, ezért a bank abban érdekelt, hogy a megszokott üzletmenet, teljesítmény ne változzék, annak érdekében, hogy a folyósított hitel törlesztése zavartalan maradjon. Az alapkezelő ugyanakkor a vállalat működésében felfedez egy hibát, amelynek kiküszöbölése átmeneti zavart okozhat, de hosszú távon emelheti a vállalat értékét. Míg a fellépés az alapkezelő számára értéknövekedéssel, addig a bank hitelének átcsoportosításával vagy esetleg annak leírásával járhat.

3.1. Ügynökprobléma

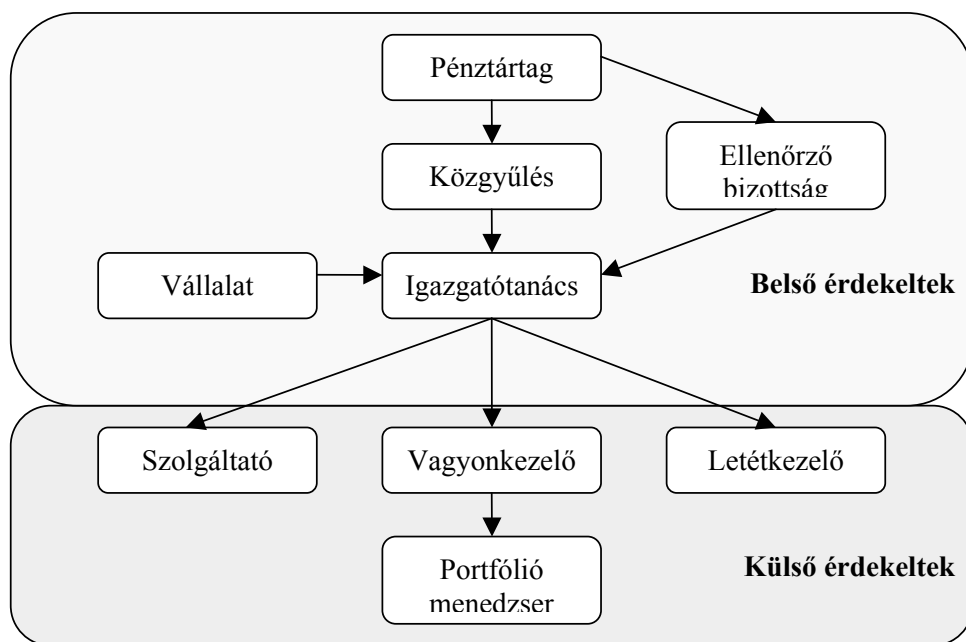
Az „ügynök figyelj az ügynököt” probléma pontos megértéséhez meg kell ismerni az intézményi befektetők, ezen belül az alapkezelők és nyugdíjpénztárak szervezeti felépítését, amely magyarázatul szolgálhat a tulajdonosi passzivitásra. Az „ügynök figyelj az ügynököt” tehát azt jelenti, hogy a nyugdíjpénztár tulajdonában lévő portfólióvállalatot közvetve birtokló pénztártag tulajdonosi érdekei nem teljesülnek, mert a nyugdíjpénztár portfóliómenedzsere megbízottként nem érdekelt az aktív tulajdonosi szerep ellátásában. A nyugdíjpénztárak szervezeti formája, a gazdasági társaságokéhoz hasonlóan, számos érdekelt felet integrál, akiket a közös érdekeiken felül magánérdekek is vezérelnek. Az eltérő érdekeket felerősítve, a tőkeallokációt végző szakemberek teljesítményének mérése és megítélése elsősorban rövid távon történik, ez a szemlélet pedig ellentétes a tulajdonosi aktivizmus „megterülési horizontjával”.

A 4. ábrán látható szervezeti diagram a nyugdíjpénztár belső és külső érdekeltjeit és azok viszonyrendszerét szemlélteti. A belső érdekelték 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 soroljuk. 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, va-

gyonkezelőhöz. A külső érdekeltek közé tartozik még az adminisztratív feladatokat ellátó, ügynevezett szolgáltató és a letétkezelést végző bank, amelynek függetlennek kell lennie a vagyonkezelést végző szervezettől. Jelen tárgyunk szempontjából a szolgáltatást és letétkezelést végző külső érintettek nem lényegesek, így azok szerepétől, érdekeik taglásától eltekintünk. A 4. ábra alapján tehát elmondható, hogy a pénztártag (belső érintett, aki a nyugdíjpénztárral létesít jogviszonyt) közvetlenül megbízza a pénztárat, közvetve pedig a portfóliómenedzsert vagyona kezelésével. Ha feltételezzük, hogy a portfóliómenedzser érdekei a pénztártagével megegyeznek, akkor a portfóliómenedzser aktív tulajdonosként – felvállalva az aktív szerepvállalás minden költségét – megpróbál beleszólni a vállalat működésébe a teljesítménynövelés érdekében. Ezzel szemben, ha a menedzser motivációja a pénztártagétól eltér (azaz ügynökké válik), akkor nem valószínű, hogy mindent megtesz azért, hogy a vállalat döntéseit befolyásolva, annak értékét maximálja, így tehát létrejön az „ügynök (portfóliómenedzser) figyelmeztető (vállalatvezető)” probléma.

4. ábra

A nyugdíjpénztár belső és külső érdekelteinek közötti viszony



Az ellentmondás a tulajdonosi és befektetői szerep, azaz ezek értelmezése között feszül. A nyugdíjpénztárak elsődleges feladata a rájuk bízott vagyon értékének maximalása (*Drucker* [1976]). Ha a nyugdíjpénztár, aktívan kereskedve, megfelel ennek az elvárásnak, akkor hogyan várható el tőle, hogy olyan tevékenységet folytasson – aktív tulajdonosi szerepvállalással –, amelynek kimenetele kérdéses, s addicionális költséget jelent a pénztár, s ezáltal a pénztártag számára? A pénztár ugyanakkor a részvény megvásárlásával tulajdonosá válik, és ez kölcsönös viszonyt feltételez, ami nem csak a vállalatvezetéssel, hanem a tulajdonossal szemben is kötelezettségeket fogalmaz meg. A pénztárak „külső szemlélő” magatartása a tulajdonosi szerep torzulását okozza, s emiatt megszűnik a tulajdonosi felelősség. Az érdekek konfliktusa tovább erősödik, ha a pénztár a portfóliómenedzseri 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 portfóliómenedzser, aki vállalja az aktív szerepet, a piacon maradását kockáztatja.

A magánnyugdíjról és magánnyugdíjpénztárról szóló 1997. évi LXXXII. törvény a munkáltatóknak (vállalatoknak), szakmai kamaráknak, szakmai egyesületeknek, munkavállalói érdekképviseleteknek együtt és külön-külön lehetőséget biztosít pénztáralapításra. A 4. ábrán alapítóként a vállalat szerepel, amelyik munkavállalói számára létrehoz egy magánnyugdíjpénztárat, így a pénztártagok alatt a vállalat dolgozóit értjük. Az igazgatótanácsot, amely a pénztár működtetéséért felel, az alapítók és kisebb részben a pénztártagok képviselői alkotják. A pénztár legfőbb szerve a közgyűlés, amelyet legalább évente kétszer össze kell hívni, s a pénztár gazdálkodásáról tájékoztatni szükséges. A közgyűlés hivatott dönteni az igazgatótanács és az ellenőrző bizottság tagjainak és elnökének kinevezéséről, visszahívásáról és díjazásáról. Az ellenőrző bizottságot, amely 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, amiről a tagok optimális esetben évente kétszer értesülnek. A tagok abban érdekeltek, hogy az egyéni számlájukon felhalmozódott vagyon hozama maximális legyen, ami akkor a legvalószínűbb, ha az ezért felelős döntéshozó megfelelő szakmai háttérrel rendelkezik. *Myners* [2001] beszámolója szerint az Egyesült Királyságban ez a feltétel nem minden esetben adott, ami a gyakorlatban is alátámasztja az ügynökprobléma kialakulásának lehetőségét. A felmérés szerint a nyugdíjpénztári igazgatótanács tagok 62 százalékának semmiféle pénzügyi vagy befektetési szakmai képzettsége, így tájékozottsága sem volt; 77 százalékban az igazgatósági tagok tanácsadói között nem szerepeltek pénzügyi ismeretekkel rendelkező szakemberek⁶; az igazgatótanács tagok kevesebb mint 50 százaléka részesült legfeljebb hároméves szakmai képzésben. *Myners* felmérése azt is hangsúlyozza, hogy az érdekkonfliktus még szignifikánsabb, ha az igazgatótanács tagok az alapító vállalat vezetését ellátó személyek. Ekkor ugyanis a két szerve-

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

zet gazdálkodásának esetenkénti összeolvasztásán keresztül nemcsak 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, ami kihat a pénztártagokra. Az a tény, hogy a pénztártagok vagyonuk értékének rövid távú maximálásában érdekeltek, a pénztár vezetésére, s az általuk kiválasztott vagyonkezelőre jelentős nyomást fejt ki. A vagyonkezelők esetében ez a nyomás relatív szemléletet eredményez, ami az egyes vagyonkezelők piaci teljesítményének pozíciójában nyilvánul meg. Ez más szóval azt jelenti, hogy a portfólióallokálást végző szervezet nem érheti el a tevékenységéből származó teljesítményének maximumát, hiszen teljesítményét nem saját, hanem versenytársaihoz képest ítéli meg (Plender [2003]). Plender a rövid távú szemléletért a negyedéves beszámolóalkészítés gyakorlatát teszi felelőssé; ezt a Myners-beszámoló már előzőleg empirikus felméréssel alátámasztotta. Eszerint a rövid távú szemlélet – még akkor is, ha nem jellemző minden esetben – vitathatatlanul létezik, 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, amelyek nem érzékelték a rövid távú nyomást, továbbra is fenntartották a negyedéves beszámolóalkészítés 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 vállalásában, hiszen így a tevékenységéért felszámolt díjat saját nyeresége rovására csökkenti, ami érinti a portfóliómenedzserek javadalmazását is. Ezzel az érdekkonfliktus harmadik – egyben utolsó – dimenzióját is feltártuk: a vagyonkezelő szervezet s annak munkavállalója, a portfóliómenedzser közötti viszonyt.

A magyarországi alapkezelők stratégiai döntéshozói körében elvégzett mélyinterjúk az alapkezelők, portfóliómenedzserek érdektelenségét támasztották alá. Ez a felmérésben résztvevő egyik magas beosztású szakember szerint azért jellemző, „mert [az alapkezelők] nem a saját pénzüket kezelik”.

Az „ügynök figyelni az ügynököt” probléma tehát arra a tényre vezethető vissza, hogy a tőkeallokációt nem a tőketulajdonos végzi; ebből pedig – kiegészülve egy minden szereplőre jellemző, rövid távú szemlélettel – az intézményi befektető tulajdonosi aktivizmusának valószínűtlensége következik. Charkham [1990] szerint az a probléma gyökere, hogy az intézményi befektetők többsége a vállalati részvényeket tőzsdéi „termékeknek” tekinti, amelyekkel könnyedén lehet kereskedni egy likvid piacon, s figyelmen kívül hagyják azok belső értékét, amely a kibocsátó vállalat tevékenységéből adódik.

3.2. A potyautas-probléma és az intézményi tulajdonosok együttműködési hajlandósága

Az előző részekben tárgyalt tényezők – a folyamatos megfigyelés, a fellépés költsége, a költségek hozamcsökkentő tulajdonsága, ami az intézmény számára versenyhátrányt eredményezhet, valamint a kompetencia hiánya – az intézményi befektetők passzivitását okozhatják, s felelőssé tehetőek az úgynevezett *kollektív cselekvési problémaért* (Baysinger és Butler [1984]). A kollektív cselekvési probléma, amely tehát a csoport tagjainak összehangolt

együtműködésének hiányát jelenti, felelős az úgynevezett potyautas-probléma kialakulásáért; ez utóbbi az esetlegesen aktív intézményi befektetőket – a költségek és versenyhátrány veszélye mellett – visszatartja az aktív tulajdonosi szerepvállalástól. Ahhoz, hogy az aktív intézmény képes legyen vállalni a fenti akadályokból származó, esetleges hátrányokat, tökéreősnek, és ha lehetséges, piacvezetőnek kell lennie, hiszen tevékenységével azt is eléri, hogy versenytársai, a részvényárfolyam emelkedéséből adódóan, jobb helyzetbe kerüljenek.

Az Egyesült Államokban a Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjpénztára (California Public Employees' Retirement System – CalPERS), amely a piacon az öt legnagyobb állami nyugdíjpénztár egyike, a potyautas-problémát felvállalva, tulajdonosi beadványokon és proxycsatákon keresztül próbál meg részt venni a portfólióvállalatok döntéshozatalában. *Richard Koppers*, a CalPERS egykori igazgatója 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] érvelését, amely 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, ami gyengíti a portfólió diverzifikáltságának fokát. A diverzifikáció nem megfelelő foka konfliktust szülhet a pénztár tulajdonosai – a pénztártagok – és a pénztármenedzsment között, hiszen megnő a tagok által vállalt kockázat mértéke. Így tehát az aktivizmussal szemben felmerül egy újabb érv, ez pedig a portfóliókockázat, amely az alacsonyabb diverzifikáció eredménye.

A kollektív cselekvést, s ezzel kapcsolatban a potyautas-problémát legrészletesebben tárgyaló értekezésben (*Black és Coffee* [1994]) a szerzők a „fogolydilemmához” (Prisoners' Dilemma)⁷ hasonlították a kérdést, s arra a megállapításra jutottak, hogy a résztvevők együtműködése, annak hatékonysága az együtműködők számával van összefüggésben. *Black és Coffee* a szereplők számán túl újabb, a laikusok számára láthatatlan tényezőt is felfedezett: a koncentrált pénzügyi centrumokon belül meglévő informális csatornákat, kommunikációt, kooperációt. Megfigyelésük szerint az összehangolt fellépés olyan vállalatoknál működik, amelyeknek a 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. Mindamelllett, hogy a fogolydilemmát alkalmazták kiindulási pontként, 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, LSE (City) elnevezésű, jellemző sajátos- ságot, amely a kollektív cselekvés problémájával ellentétesen hat, tehát az együtműködést

7 A fogolydilemma a nem zéró összegű játékok egy fajtája. A lényege, hogy két, súlyos bünténnel gyanúsított fogoly közül vallomást tesz-e az egyik a másik ellen (a fogolydilemmával foglalkozó anyagokban kooperációnak nem a hatóságokkal való együtműködés, hanem a vallomástétel megtagadása minősül). Akárcsak a többi játékelméleti problémában, itt is feltételezzük, hogy az egyes játékosok saját kifizetésüket tartják szem előtt, tekintet nélkül a másik résztvevő kifizetésére. Bár mindkét fogoly jobban járna, ha kooperálnának, és egyikük sem vallana a másik ellen, mégis mindkettejüknek személyes érdekében áll vallani, akkor is, ha korábban kooperációt ígértek egymásnak.

erősíti. A Cityben, ami egy négyzetmérföldre korlátozódik, a reputációnak szignifikáns szerepe van abban, hogy valaki részesül-e az informális kapcsolatokból s a 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 – vállalatirányítás – kapcsán jellemző, távol maradó magatartással szemben ható, kooperatív fellépést erősíti.

Ha a pénztár vagy az általa megbízott vagyongazdálkodó passzív befektetési stratégiát követ, akkor a hozamnövelés az aktív tulajdonosi szerepvállalással is elérhető lenne. Az intervenció költsége és a potyautas-probléma azonban a hozamnövelési céllal szemben hat, mivel az alapot kezelő portfóliómenedzser teljesítményét az indexet követő alap hozama alapján ítélik meg; a menedzsernek tehát nem lehet célja olyan tevékenység folytatása, amely növeli az alap költségeit, hiszen azt az alap tulajdonosaira áthárítva, csökken az alap hozama, s ezáltal elszakad a referenciaindexről. Emellett az aktivitást vállaló alapkezelő, a hozamcsökkenésen kívül, versenyelőnybe hozhatja vetélytársait, hiszen az ő teljesítményüket nem csökkenti az aktivitás nyomán keletkező költség, így azok a referenciaindex hozamát elérve, képesek kielégíteni a befektetők elvárásait.

A magyarországi vagyongazdálkodók körében 2006-ban végzett felmérés⁸, amelyet az intézményeknél stratégiai döntéshozatalban résztvevő vezérigazgatókkal és befektetési igazgatókkal készítettünk (a mintában a piacon jelenlevő 15 alapkezelőből 12 szerepelt), azt mutatta, hogy egy intézmény kivételével mindegyiknél a külföldi intézményi tulajdonos határozta meg az alapkezelő tulajdonosi aktivizmusát. Mivel a külföldi tulajdonos a magyarországi tőkepiac méreténél fogva nem volt érdekelt a magas költséggel járó aktivizmusban, ezért a hazai alapkezelők passzív stratégiát követtek. Tulajdonosi fellépést kizárólag az egyetlen függetlennek számító befektetési részvénytársaságnál lehetett találni, ahol a vagyongazdálkodó felelős vezérigazgató az aktivizmust idő- és pénzigényes tevékenységnek minősítette. Arra a kérdésre, hogy mennyire tartja versenyhátrányosnak az együttműködésre hajlandónak, a vezérigazgató válaszában a kooperáció teljes hiányát hangsúlyozta.

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

Az intézményi befektetők további két okból is tartózkodnak a portfóliójukba tartozó vállalatok problémáinak nyilvánosságra hozatalától. Egyrészt a probléma nyilvánosság előtti megvitatása „rossz hírként” terjed el a piacon, ami a vállalat piaci értékét csökkenti, s ezáltal leértékeli az interveniáló alap portfólióértékét is. A piaci szereplők a hírt nem megoldandó, s a jövőben megoldódó problémaként értékelik, ezért a vállalat részvényeitől szabadulni próbálnak. Másodsor a piac egésze számára láthatatlan gondok belső információk minősülhetnek (bennfentes kereskedés problémája), ami – a törvényi szabályozásból adódóan – meghiúsíthatja az intézményi befektető számára az eladást.

A kollektív cselekvési problémával áttételesen foglalkozó tanulmányában Bedő és Ács [2007] megállapította, hogy amennyiben a koncentrált tulajdonosok között a legnagyobb az intézményi befektetők csoportjából kerül ki, akkor a vállalat teljesítménye csökken, s a következő koncentrált tulajdonos által kifejtett hatás negatív; azaz nem jön létre koalíció

8 A felmérés során használt kérdőívet a cikk szerzője igény szerint rendelkezésre bocsátja.

a koncentrált tulajdonosok között (a cikk eredményeivel a tulajdonosi koncentráció és a portfólióvállalatok teljesítménye közötti összefüggést vizsgáló fejezetben részletesen is foglalkozunk). Az eredmény a közép- és kelet-európai értéktőzsdéken és az S&P 500 indexben szereplő vállalatoknál megegyező volt.

3.3. *A portfólióvállalat és az intézményi befektető közötti összefonódások*

Az előző két részben, amikor az aktív tulajdonosi fellépést akadályozó tényezőkről beszéltünk, egyrészt az intézményi finanszírozók belső érdekrendszeréből indultunk ki az ügynökprobléma taglalásakor, másrészt a portfólióvállalatok tulajdonosi szerkezete s a tőkepiaci szereplők mérete alapján elemeztük a potyautas-problémát. Az érdekek konfliktusának utolsó forrását feltárandó, ebben a fejezet részben a szervezetek – a portfólióvállalat, a portfóliókezelést végző szervezet, valamint annak tulajdonosa – szintjén s a közöttük kialakuló összefonódásokat tekintjük át. A megvizsgálandó kérdés a következő: kialakulhat-e olyan összefonódás az intézményi finanszírozó s annak portfólióvállalata között, ami visszatartja az intézményi tulajdonost az aktív tulajdonosi szerepvállalástól?

Mielőtt egyértelmű igennel vagy nemmel válaszolnánk, s érvelni kezdenénk, meg kell vizsgálnunk, helyes-e a feltett kérdés. Megítélésünk szerint nem az összefonódás megléte, hanem az abból származó haszon az, ami korlátozhatja az érintett tevékenységet. Többször hangsúlyoztuk, hogy az intézményi finanszírozó akkor és csak akkor fogadhatja el az aktív tulajdonosi szerepvállalást, ha annak haszna felülmúlja a tevékenységgel járó költségeket. Az összefonódás szempontjából 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 portfólióvállalat között nem létezik olyan kapcsolat, amely – az aktív tulajdonosi szerepvállalásból adódó eredményen kívül – előnyt biztosíthat az intézményi tulajdonosnak* (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 stratégiaösszehangolás 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 két – általános példának számító – forgatókönyvet szeretnénk bemutatni.

1. Elsőként az anyavállalat – alapkezelő – portfólióvállalat hármastér érdekrendszerét vizsgáljuk. Az anyavállalat, amelyik lehet egy befektetési bank, tulajdonosként befolyást gyakorolhat az alapkezelőre, amely esetlegesen aktív tulajdonosként felléphetne a portfólióvállalattal szemben. Abban az esetben, ha az anyavállalat és a portfólióvállalat között nem létezik üzleti kapcsolat, akkor az érdekkonfliktus-hipotézis okafogyottá válik. Üzleti kapcsolatot feltételezve – ami 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 – amely az alapkezelő erőteljes kampányának eredménye – romlik, akkor a vállalat tőkepiaci értéke csökkenhet, és ez tovább ronthatja az értékelését. Ennek nyomán a vállalat partneri kapcsolatrendszere sérülhet, ami kihathat a beruházásra is, és a hitel átütemezését 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 mandátuma lehetőleg ne legyen túlságosan hosszú. (A mandátum hossza a feladatukat esetlegesen 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 fő tulajdonos vezetőjével.
3. A potenciális üzleti viszony a meglévővel azonos korlátozó tényezőként hathat. Ekkor az alapkezelő egy olyan vállalatban szerez érdekeltséget, amely 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 portfóliómenedzsment a feladatot kiszervezi egy külső vagyongazdálkodóhoz, vagy a szervezetben belül oldja meg, a konfliktushelyzet szempontjából érdektelen). A nyugdíjpénztár vállalat „P”-ben a tulajdonosi aktivizmus folytatásához elegendő befolyást szerezvén, nyilvánosságra kívánja hozni a vállalatban belülről meglévő összeférhetlenségeket, amelyek a tulajdonosok érdekeit sértik. Ennek „P” vállalat piaci megítélésére várhatóan negatív hatása lesz, ami ugyanakkor „A” vállalatnak sem érdeke, hiszen csökkenti együttműködésük értékét. Az aktív fellépés várható hatása így „A” vállalat vezetését arra sarkallja, hogy a nyugdíjpénztár igazgatótanácsát „visszafogott” magatartásra utasítsa.

A példák alapján egyértelmű, hogy a vállalatok körében oly sokat tárgyalt vállalatirányítási problémák a tulajdonosoknál is fennállnak, hiszen az intézményi befektetőknel ugyan csak az irányítás és a tulajdonlás szétválásáról beszélhetünk. E megfigyelést alapul véve, *Jenkinson és Mayer* [1992] kijelentette, hogy az intézményi befektetőköl nem várható el a tulajdonosi érdekek hatékonyabb érvényesítése: hiszen mi biztosítja azt, hogy a vállalat vezetésében jobb döntést hoznak, valamint azt, hogy a saját szervezetükön belül kialakuló érdekkonfliktus a döntéseiket nem torzítja el?

4. ÖSSZEFOGLALÁS

A cikkben arra kerestük a választ, hogy az egyre nagyobb vagyonnal rendelkező, hazai intézményi befektetők részt vesznek vagy vehetnek-e a jövőben a tőzsdén jegyzett vállalatok vállalatirányítási rendszerében. Azaz, aktív szerepvállalásuk erősítheti-e a vállalatvezetők ellenőrzését, vagy éppen a többségi tulajdonosok kontrollját? Az elemzést a fejlett tőkepiacokon e téren végbemenő változás ihlette, amelynek kapcsán felmerült a piacorientált vállalatkezelés ezen formájának növekvő szerepe.

A cikkben számba vettük a kérdéses tevékenységet korlátozó tényezőket, s aszerint csoportosítottuk azokat, hogy az intézményi befektetők hatáskörébe, vagy azon kívülre tartoznak-e. Ezzel választ adhatunk 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 a belső tényezők nem sarkallják a vizsgált csoportot arra, hogy konvencionális szerepkörükből kilépve, aktívan befolyásolják a portfólióvállalatok stratégiáját, a vállalatvezetők vagy többségi tulajdonosok döntéseit. A hazai tőzsdén jegyzett vállalatok – a nyugat-európai cégekhez képest is – magas tulajdonosi koncentrációval rendelkeznek, így a vállalatvezetői kontrollhoz 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, ami 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 tapasztalhatóhoz hasonlóan átlépte az ötven százalékos küszöböt. A portfólió kialakítására s a vállalatokban történő befolyásteremtésre vonatkozó törvényi előírások kis mértékben enyhültek az ezredfordulón tapasztaltakhoz képest (Karsai [2001]), azonban eme változás sem volt elegendő ahhoz, hogy a tulajdonosi szemlélet megváltozzék.

Az intézményi finanszírozók szervezetén belül jelentkező ügynökprobléma, ahogyan az a portfólióvállalatokban is megfigyelhető, az eszközallokációt végző „ügynököt” nem sarkallja a tulajdonosi szemlélet adaptálására, így joggal beszélhetünk az „ügynök figyelmeztető” problémáról. A személyes beszélgetések a motiváció hiányán túl rávilágítottak olyan szervezeti belüli érdekkonfliktusokra, amelyek további korlátokat jelentenek. 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 portfólióvállalat között kialakuló összefonódás sem növeli a tevékenység kialakulásának valószínűségét, s ez a kisméretű tőkepiac esetében fokozottan fennáll.

Mindezek alapján kijelenthető, hogy egy-egy elszigetelt esettől eltekintve, a közeljövőben nem számíthatunk a hazai intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalására, mint a piacorientált vállalatirányítási rendszer egyik formájára.

IRODALOMJEGYZÉK

- BECHT, M.–RÖELL, A. [1999]: Corporate governance in Europe, blockholdings in Europe: An international comparison, *European Economic Review* 43., 1049–1056. o.
- BEDŐ, ZS.–ACS, B. [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.
- BERGLÖF, E. [1997]: Reforming corporate governance: redirecting the European agenda.
- BERLE, A.–MEANS, G. [1932]: The modern corporation and private property. Macmillan, New York
- 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]
- CHARKHAM, J. P. [1990]: Are shares just commodities? in: Creative tension?, National Association of Pension Funds, London, 34–42. o.
- COFFEE, J., C. JR. [1991]: Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor, *Columbia Law Review* 91., 1277–1368. 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.
- EARLE, S.–KUCSERA, CS.–TELEGDY, Á. [2005]: Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange, *Corporate Governance* 12., 254–264. o.
- DEL GUERCIO, D.–HAWKINS, J. [1999]: The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Corporate Finance* 4., 347–371. o.
- DRUCKER, P., F. [1976]: The unseen revolution: How pension fund socialism came to America. Heinemann, London
- FACCIO, M.–LANG, L. [2001]: The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65., 365–395. o.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds [2007]
- HIRSHMAN, A., O. [1970]: Exit, voice and loyalty :Responses to decline in firm, organization and states, Cambridge, MA: Harvard University Press
- 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.
- MORCK, R.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1988]: Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20., 293–315. o.
- MYNERS, P. [2000]: Institutional Investment in the United Kingdom: A Review
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1997]: A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52., 737–784. o.
- KARSAI, J. [2001]: Jó tulajdonosok-e az intézményi befektetők? *Közgazdaság* XLV., 27–49. o.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F.–SHLEIFER, A. [1999]: Ownership structure around the world, *Journal of Finance*, 471–517. 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.
- STIGLITZ, J. E. [1985]: Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking* 17., 133–152. o.
- VEDRES, B. [2000]: Tulajdonosi hálózatok felbomlása, *Közgazdasági Szemle*, szeptember, 680–699. o.
- VOSZKA, É. [2000]: Tulajdonosi szerkezet és vállalatirányítás a magyar nagyiparban, *Közgazdasági Szemle*, július–augusztus, 549–564. o.
- VOSZKA, É. [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.