

HARBULA PÉTER

Francia vállalatok tulajdonosi szerkezete, felelős irányítása és teljesítménye¹

*„Nem jó ám a sok úr kormányzata; egy legyen úr csak,
egy a király, kit sarja csavartelméjü Kronosznak
tett fejedelmünkké törvényeivel s jogarával.”*

Homérosz: Iliász, II. ének (Devecseri Gábor fordítása)

Jelen cikkemben összefoglalom tanulmányomat, amely 150 nagy francia részvénytársaság tulajdonosi szerkezetét vizsgálta 1986 és 2005 között. A teljesítmény és értékteremtés mértékeként az EVA-t és CFROI-t felhasználva megállapítható, hogy az amerikai családi tulajdonú cégek esetéhez hasonlóan, a működési teljesítmény egy bizonyos pontig – körülbelül 30%-ig – együtt javul a tulajdonosi szerkezet koncentrációjának növekedésével, majd ahogy a tulajdonosi struktúra egyre koncentráltabbá válik, a teljesítmény és az értékteremtés visszaesik. Azok a francia vállalatok, amelyek történetileg egy más vállalatokból álló részvényesi „kemény maggal” (*noyau dur*) rendelkeznek, a rossz vállalatirányítási rendszer egyik ékes példáját jelentik. Emellett ez a tanulmány egyértelmű bizonyítékkal szolgál az elmúlt 20 évben a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében bekövetkező, kiterjedt változásokra és a felelős vállalatirányítás fejlődésére.

BEVEZETÉS

A felelős vállalatirányítás (*corporate governance*) mint a részvényesi értéket növelő eszköz koncepcióját – Európa legtöbb országához hasonlóan – Franciaországban sem vették komolyan az 1990-es évek elejéig. Az értékteremtés-orientált vállalatirányítás iránti érdeklődésnek az elmúlt évtized elején mutatkozó felerősödése az akkori pénzügyi botrányok és általános gazdasági zűrzavar hullámára vezethető vissza, amelyek az új évezred kezdetén ismét együtt jelentkeztek. Ilyen értelemben a felelős vállalatirányításra fektetett hangsúly Franciaországban a krízisre adott válasznak tekinthető. Bár az előidéző válság nagymértékben csökkent, a tőzsdén jegyzett cégek felelős irányítása a mai napig a gazdasági viták középpontjában áll Franciaországban.

Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság legtöbb részvénytársaságának tulajdonjoga jellemzően számos, aránylag kis részesedéssel és korlátozott szavazati joggal rendelkező részvényes között oszlik meg, ennek eredményeképpen a tulajdonjog elválik az irányítástól.

¹ A cikk a Morgan Stanley Publication *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 19., 2007. téli 1. számában megjelent, angol nyelvű tanulmány magyar nyelvű változata.

A legtöbb tőzsdén jegyzett francia, illetve más európai cég esetében viszont a tulajdonosi szerkezet inkább koncentrált, egyetlen (gyakran az alapító család tagjaiból álló) részvényesi csoporttal, amely az irányítást gyakorolja. A tulajdonlás és érdekek effajta koncentrációja az általános megítélés szerint fontos előnyökkel jár.

A leglényegesebb az, hogy limitálja a „képviselési költségeket (*agency costs*)” – vagyis azt a hatékonyság- és értékvesztést, amit az idéz elő, hogy (1) a jelentős tulajdonrész nem rendelkező, profi menedzserek hajlamosak az értékmaximalizáláson kívül más (saját) célok eléréséért küzdeni, illetve (2) azok a költségek okozzák, amelyek az új részvények atomizált befektetők részére történő kibocsátásából fakadnak. Másfelől, egy többségi részvényes jelenléte egy másfajta képviselési probléma egyértelmű lehetőségét veti fel: annak eshetőségét, hogy a többségi részvényes olyan „személyes előnyökhöz” (*private benefits of control*) jut, amelyeket a kisebbségi részvényesek költségen ér el.² A többségi részvényesek – különösen azok, akik a cash-flow-hoz és osztalékokhoz fűződő jogaikhoz képest aránytalanul nagy szavazati joggal rendelkeznek – néha arra használják fel befolyásukat, hogy túlzott fizetést húzzanak, a vállalati politikát saját igényeiknek megfelelően alakítsák, vagy más módon hígítsák a kisebbségi részvényesek értékét (nem arányos osztalék, kisebbségi részvényesek jogait csorbító részvénykibocsátás stb.).

Eltekintve minden komolyabb definíciótól, úgy vélem, hogy a felelős vállalati irányítás célkitűzése nem más, mint biztosítani, hogy a vállalatok célja a cég (összes) részvényese (*shareholder*) felé képviselt érték maximalizálása legyen.³ A különböző tulajdonlási típusok – a többségi részvényes által dominált vagy az elaprózódott részvényesi struktúra – relatív eredményessége attól függ, hogy a koncentrált tulajdonosi szerkezet előnyei a vezetőség feletti kontroll szempontjából mennyivel nyomnak többet a latban, mint a kisebbségi részvényesek jogainak csorbításából eredő költségek.

A vállalat tulajdonosi szerkezetének és eredményességének kapcsolatára vonatkozó első elméleti tanulmányokat az 1980-as évek elején publikálták. Ezek azt sugallták, hogy a koncentrált részvénytulajdonhoz jellemzően alacsonyabb szintű hatékonyság és profit társul.⁴ Az ilyen – különösen a családi tulajdonban lévő – cégek gyengébb teljesítményét a vezetőség bebetonozódása, a menedzsment és a részvényesek ellentétes érdekei, illetve a kisebbségi részvényesek jogainak csorbítása magyarázza. Egy nemrégiben készített elméleti tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy bár a vezetőség többségi részvényesek által felügyelt, egyre erősebb, alapos ellenőrzése segíthet csökkenteni az erőforrások pazarlását,

2 LA PORTA ET AL. [1999] szerint a tulajdonlás és az irányítás szétválasztásának problémája nagy cégek esetén főként az, hogy a nagy többségi részvényesek „kiszemmizik” a kisebbségi részvényeseket. Tanulmányuk azt mutatja, hogy az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság kivételével a legnagyobb vállalatok jellemzően nagy részvényesekkel rendelkeznek – például az alapító család, az állam vagy más vállalatok –, és a többségi részvényesek gyakran a cash-flow-hoz kötődő jogaikat meghaladó mértékű irányítási vagy ellenőrzési jogkörrel rendelkeznek, illetve ezen családi vállalkozásokban a tulajdonosi és irányítási, illetve ellenőrzési funkciók nem válnak szét. A szövegben vagy a lábjegyzetekben hivatkozott összes cikk adatait l. az irodalomjegyzékben.

3 Az értékmaximalizálás célját – bár gyakran megteszik – nem szabad a vállalat nem befektető részvényeseinek elhanyagolásaként értelmezni. A vállalatoknak értékknövelő (vagy értékmegőrző) beruházásokat kell eszközölniük a cég kulcsfontosságú szereplői, csoportjai (például az alkalmazottak, ügyfelek, beszállítók, és amennyiben fontos, szövetségi és helyi önkormányzatok) érdekében.

4 Többek között FAMA és JENSEN [1983], valamint DEMSETZ [1983] tanulmánya alapján.

ez a felügyelet egyben korlátozza is a vezetőség kezdeményező készségét és kreativitását.⁵ Egy másik tanulmány azzal érvelt, hogy míg a többségi részvényesek pozitív hatást gyakorolnak a nyereség minőségére (*quality of earnings*), a részvények alacsonyabb likviditása összességében csökkenti a cég értékét.⁶

Az elmúlt tíz évben azonban számos empirikus tanulmány helyezte kedvezőbb megvilágításba a többségi részvényeseket. Például a nemzetközi felelős vállalatirányításról szóló, széles körben idézett tanulmányában *Raphael La Porta, Florencio López-de-Silanes* és *Andrei Schleifer* (1998) kimutatta, hogy az Egyesült Államokat és az Egyesült Királyságot kivéve, a legtöbb vállalatnak van többségi részvényese, mint például egy család, egy másik cég vagy az állam. La Porta et al. szerint ezt elsősorban az magyarázza, hogy azokban az országokban, ahol a kisebbségi részvényeseket aránylag csekély mértékben védik, a vállalkozásukba külső tőkét bevonni szándékozó, belső tulajdonosok kénytelenek jelentős tulajdoni hányadot megőrizni annak érdekében, hogy a külső befektetőket rávegyék, ruházzanak be a cégbe.⁷

Ezen felül, most már meggyőző bizonyítékkal is rendelkezünk az amerikai vállalatok többségi részvényeseinek értéknövelő szerepéről. Például az amerikai családi tulajdonban lévő vállalatok 1992–1999 közötti eredményeit vizsgáló, egyik tanulmány 2003-ban kimutatta, hogy e cégek átlagos eszközarányos megtérülése (EBITDA/összes eszköz) 6,6%-kal magasabb volt, mint a nem családi tulajdonban lévőké. Ez a tanulmány arról is beszámolt, hogy a magasabb megtérülés akkor a legnagyobb, amikor a családi tulajdon eléri a körülbelül 32%-os arányt: ezután a tulajdonrész növekedésével arányosan, progresszíven csökken (bár összességében a megtérülés magasabb marad).⁸ Talán még meglepőbb, hogy ugyanezen tanulmány szerint a Standard and Poor's 500-as listáján szereplő ipari vállalatok több mint 35%-a áll családi irányítás alatt, és e cégek kinnlévő részvényeinek közel 18%-a van családi tulajdonban.⁹

Azok az olvasók, akik előtt ismeretlen volt a családi tulajdonnak és ellenőrzésnek az Egyesült Államokban uralkodó, jelentős szerepe, a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében nemrégiben végbemenő változásokon is meglepődnek majd. Mivel a francia gazdaság és tőzsde az elmúlt tíz évben progresszív módon nemzetközivé vált, a legnagyobb francia vállalatokat egykor összetartó kereszttulajdonlások kiterjedt hálózata elkezdett felbomlani. Következésképpen a tőzsdén jegyzett francia cégek napjainkban a tulajdonosi szerkezet

5 BURKART, GROMB és PANUNZI [1997].

6 BOLTON és THADDEN, VON [1998].

7 LA PORTA, R. F., LÓPEZ-DE-SILANES, F. és SCHLEIFER, A. [1998].

8 A családi tulajdonban lévő cégek hasonló teljesítményéről számolt be több más tanulmány is, beleértve BARRONTINI és CAPRIO [2006], DRAHO és McVEY [2005], valamint CHANG és HERTZEL [2004] munkáit. A legfrissebb kutatások is azt jelzik, hogy azok a vállalatok, amelyek esetében a részvényesi szavazati jogok aránytalanul nagyobbak a cash-flow-hoz fűződő jogoknál, jellemzően alulteljesítenek. Példa erre LEMMON és LINS [2003] tanulmánya, amely az 1998-as ázsiai tőzsdeválság alatt a tulajdonosi szerkezetnek a vállalati értékekre gyakorolt hatását vizsgálta, arra a következtetésre jutva, hogy a piramisszerű részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok jelentősen alulteljesítenek.

9 ANDERSON és REEB, *Journal of Finance* [2003]. Ezenkívül a *BusinessWeek* ugyanezen évben publikált tanulmánya szerint az 1993 és 2002 közötti tízéves időszakban a családi vállalatok évente átlagosan 15,6%-os hozamot eredményeztek részvényesiknek, a nem családi vállalkozások 11,2%-os teljesítményéhez képest. Lásd WEBER, J., LAVELLE, L., LOWRY, T., ZELLNER, W. és BARRETT, A.: Family, Inc., *BusinessWeek*, 2003. november.

szembeszökő sokszínűségét mutatják – a hagyományosabb, főként állami vagy családi tulajdonban lévő vállalkozásoktól a szóródó, gyakran külföldi intézményi befektetők tulajdonában lévő paketteket is magukban foglaló részvényesi bázissal rendelkező vállalatokig. Ez a változatosság viszont lehetőséget kínál a hozzám hasonló kutatóknak a tulajdonosi szerkezet, teljesítmény és értékteremtés közötti kölcsönhatás vizsgálatára.

A jelen cikk a szerzőnek azt a tanulmányát foglalja össze, amely 150 nagy francia részvénytársaság tulajdonosi szerkezetét vizsgálta 1986 és 2005 között. A teljesítmény és értékteremtés mértékeként az EVA (Economic Value Added) és CFROI (Cash Flow Return on Investment) segítségével megállapítható, hogy az amerikai családi tulajdonú cégekhez hasonlóan, a működési teljesítmény egy bizonyos pontig – körülbelül 30%-ig – együtt javul a tulajdonosi szerkezet koncentrációjának növekedésével, majd – ahogy a tulajdonosi struktúra egyre koncentráltabbá válik – a teljesítmény és az értékteremtés visszaesik. Az eltérő szavazati jogokat biztosító, különböző fajtájú részvények hatását vizsgálva, az is látható, hogy az eltérő szavazati jogokat biztosító részvények közötti jelentős árkülönbözlet a rossz vállalatirányítási struktúra egyik jellemzője, illetve a komoly képviseleti problémák egyik fokmérője. Ebből a szempontból (is) azok a vállalatok, amelyek Franciaországban egy részvényesi „kemény maggal” rendelkeznek, a rossz vállalatirányítási rendszer egyik példáját jelentik. Talán a legfontosabb mégis az, hogy tanulmányom egyértelmű bizonyítékkal szolgál az elmúlt 20 évben a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében bekövetkező, kiterjedt változásokra és a felelős vállalatirányítás fejlődésére.

A FRANCIA VÁLLALATOK TULAJDONOSI SZERKEZETÉNEK FEJLŐDÉSE

A jelenlegi francia vállalatirányítási rendszer a francia kormánynak arra a kísérletére vezethető vissza, amikor a II. világháború után megpróbálta helyreállítani a gazdaságot. Akkoriban számos jelentős vállalkozást államosítottak annak érdekében, hogy az állam jelenlétét megerősítsék a kulcsfontosságú szektorokban, és „nemzeti sztárcegeket” hozzanak létre, amelyek képesek felvenni a versenyt a külföldi vállalatokkal. 1982-ben, a gazdasági stagnálás csaknem egy évtizedes időszaka után az államosítási program előirányzatait a következő három célkitűzéssé fogalmazták át: (1) a legfőbb eszközök visszahelyezése az állam tulajdonába; (2) a gazdasági növekedés egy újabb ciklusának beindítása a nemzeti iparpolitika segítségével; valamint (3) a vállalkozások új, polgári szerepvállalásának bátorítása.

Mindazonáltal 1986-tól a gazdaságpolitika (és a politika, nem kis részben az államosítási hullám csődje következtében) éles fordulatot véve, az állami tulajdontól a szabad vállalkozás felé mozdult el. Az új politikai rendszer bevezetett egy 65 céget érintő privatizációs programot. 1986-tól 1988-ig a CGE (most Alcatel), Saint-Gobain, Société Générale, Matra, Paribas és Suez (vagy TF1) vállalatokat nyilvános tőzsdei bevezetés útján (újra)privatizálták. Mivel az állam többé már nem finanszírozta ipari projektjeiket, a pénzügyi piacokon jutottak saját tőkéhez, sokszor szavazati jogot nem biztosító részvények kibocsátásával.

Egy hasonló politikai koalíció gazdaságpolitikájának tudható be a privatizációk 1993-ban meginduló, második hulláma. Az ezt követő négy évben nyolc nagy francia csoportot – Seita, Renault, BNP, Rhône-Poulenc, Elf, UAP, Usinor, Péchiney – priva-

tizáltak részlegesen vagy teljes egészében. 1994 végére az állami szektor már csupán három francia iparágban – távközlés, energia és közlekedés – dominált.

A privatizációs folyamat során a törzsrésztvényeknek csupán limitált részét tartották fenn meghatározott részvényesek (mint például a nyílt végű befektetési alapok és dolgozók) számára. A részvények nyilvános forgalomba hozatala alkalmával a papírok többségét olyan más belföldi cégek vásárolták meg, amelyek gyakran még maguk is állami tulajdonban voltak, és privatizálásra vártak. Külföldi részvényesek ritkán jelentek meg, főként a francia tőkepiacok (viszonylag) fejletlen állapota miatt. A francia háztartások pedig – angolszász társaikkal ellentétben – csekély tapasztalattal rendelkeztek ezen a téren, és kevés érdeklődést mutattak a részvénytulajdonlás iránt. Ennek eredményeképpen a privatizált csoportok nemcsak eladókká, hanem jelentős vevőkké és tulajdonosokká is váltak a privatizációs folyamatban.

Más szóval, a vállalatok egymás részvényeit vásárolták fel, ezáltal kereszttulajdonok hálózata jött létre. Ezek a hálózatok nagy vonzerővel rendelkeztek a vezetők és szabályozók szemében. A legfontosabb talán az, hogy ezek a kereszttulajdonok – a tőke egy jelentős részének „zárolásával” – az ellenséges átvételt nagyon bonyolulttá, ha nem lehetetlenné tették. Ennek a rendszernek magyar megfelelője talán a „kemény mag”-tulajdonlás lehetne. A vezetőknek a tőkepiaci erőktől való effajta védelmét elméletileg az indokolja, hogy ily módon ösztönzik őket a hosszú távú szemléletre, arra, hogy a cég nem befektető részvényeseinek érdekeit is jobban figyelembe vegyék. Ám az, hogy hagyatkozhatunk-e a vezetőségre e védelem hosszú távú értékteremtése érdekében, a legjobb esetben is csak kétséges állítás, amelyre később szolgálok válaszokkal.

A „kemény magos” rendszert nemcsak a kereszttulajdonlás hálózata tartja össze. Ezeket szakmai vezetők irányította, és a hagyományok szerint – sokszor ugyanazokban az elitiskolákban – „kitenyésztett” igazgatósági tagok felügyelete alatt álló vállalatok alkotják. Ez a hagyomány és képzés viszont elősegítette az üzleti és politikai érdekek „magas szintű” szövettségének megőrzését.¹⁰

Az így kialakuló francia felelős vállalatirányítási modell – amelyben a különféle cégek részvényesei a kereszttulajdonlás hálózatában kötődnek egymáshoz – *de facto* a vezetőség által gyakorolt irányítás modellje, amelyben a részvényeseknek gyenge befolyásuk van. Ezenkívül az a tény, hogy ezen „kemény magos” vállalatok igazgatói közül sokan más hasonló cégeknek is igazgatói vagy menedzserei, a befolyás és ellenőrzés még nagyobb fokú koncentrációjához vezet, főként ha tudjuk, hogy az igazgatótanácsok nagyon is hajlamosak meghajolni a vezetőség akarata előtt, és a vállalatirányítást átengedni neki.¹¹ Azt azonban látni kell, hogy e rendszer kialakulása csak részben volt véletlen. Ha nem is ez volt a francia politika szándékos törekvése, mindenesetre a politikai elit jelentős szerepválla-

10 PROWSE [1995] helyesen írta le a rendszert, amikor azt mondta: „forgóajtó-bürokraták” uralják, akik közös politikai gyökerekkel rendelkeznek, vagy iskolatársak voltak, ezért hajlandók a hálózat részévé válni, és erősíteni a felek közötti kölcsönhatást.

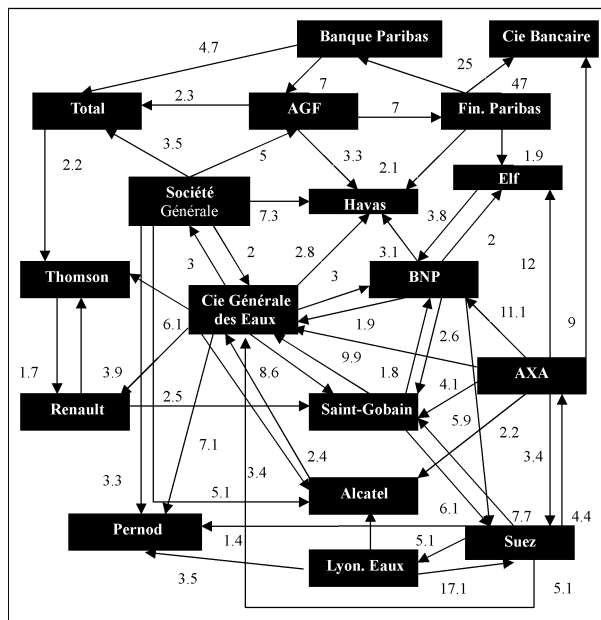
11 A nagy franciaországi csoportokat az ENA-ban (a legfelsőbb szintű francia állami bürokráciáját oktató intézmény) és más „elitképzőkben” nevelt vezetők túlzott jelenléte jellemzi. 1999-ben a CAC 40 vállalatának 27 fős vezetője került ki az ENA-ból vagy a Polytechnique-ből. Bár a halmozott igazgatósági tagságot a 2002-ben elfogadott új törvények és rendeletek (*Loi sur la Nouvelle Réglementation Economique*) erősen korlátozták, 2003 végén a CAC 40 igazgatósági székének 44%-át az igazgatósági tagok 22%-a birtokolta.

lását a gazdasági élet irányításában, valamint az elit összejártságát semmiféle konkrét intézkedéssel nem akadályozta.

Összességében, a francia vállalati tájképet egy évtizeddel ezelőtt uraló kereszttulajdonokból eredő „kemény magos” tulajdonosi szerkezetet tekinthetjük a hallgatóságos vállalati szövetségesek hálózatának, amely a tényleges ellenőrzést a vezetőség kezébe helyezi. A vállalati „szövetségesek” tulajdonrésze egy adott cégben ritkán érte el a szavazati többséget, és a „kemény mag” mögé nézve azt láthattuk, hogy a többi kisebbségi részvényes jellemzően erősen szóródott, illetve minimális mértékben vett részt a vállalati döntéshozatalban. Ehhez tudni kell, hogy a kialakulás éveiben a külföldi intézmények birtokában lévő részvénytulajdon még kevésbé volt erős, mint ahogyan ma tapasztalható.

1. ábra

**Kereszttulajdonlás a francia vállalatirányítási struktúrában
(tulajdonrészesezés 1997. decemberében)**



Az 1. ábra a CAC 40 tőzszeindex vállalatainak 1997-es kereszttulajdon-arányait mutatja be. Az ábra nem ad teljes képet, inkább csak a hálózat egy „szeletét” illusztrálja, amit az akkoriban rendelkezésre álló, korlátozott mennyiségű információból rekonstruálni tudtam (a korábbi kutatásokat is beleértve).

Vizsgáltam az 1. táblázatot vevésükre (amely az 1995 és 2003 közötti kereszttulajdonokat mutatja be), érzékelhető a kereszttulajdonlástól eltávolodó trend.

1. táblázat

**Kereszttulajdonlás a CAC 40 vállalatok körében
(1995 decembere és 2003 decembere között)**

Kereszttulajdonok száma	1995	1997	1999	2001	2003
0 – 1	12	13	19	26	29
2 – 5	16	17	13	10	8
5 – 10	6	5	5	2	1
10 +	6	5	3	2	2
Összesen	40	40	40	40	40
Összes birtokolt részvény- tömb átlagos mérete	1995	1997	1999	2001	2003
Kevesebb mint 2%	3	3	10	22	20
2% – 5%	10	9	18	10	16
5% – 10%	23	25	10	7	4
Több mint 10%	4	3	2	1	0
Összesen	40	40	40	40	40

Az 1990-es évek közepétől megjelennek a nemzetközi nyílt befektetési alapok a legnagyobb francia társaságok részvényesei között, ami nyomást gyakorolt a vezetésre annak érdekében, hogy szűkítsék a vállalati fókuszot, és produkáljanak hozamot a lekötött tőkéből. Ezekkel a változásokkal párhuzamosan, e cégek felsővezetői közül sokan kötelezettséget vállaltak arra, hogy a más vállalatokban meglévő kereszttulajdonaikat csökkentésük, vagy akár meg is szüntessék.¹²

ÉRTÉKTEREMTÉS ÉS VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY: SZÁMÍT-E, KI A RÉSZVÉNYES?

Bizonyíthatjuk-e, hogy összefüggés áll fenn a francia társaságok tulajdonosi szerkezete és a vállalat eredményessége, illetve az értékteremtés között? Erre a kérdésre keresve a választ, megvizsgáltam egy 150 nem pénzügyi vállalkozásból álló francia mintát az 1986 és 2005 közötti időszakra. Bár a teljes részvényesi hozam mint változó valószínűleg nagy érdeklődésre tart számot a befektetők körében, nem ez az egyetlen módja annak, hogy egy cég adott időszak alatti teljesítményét mérjük. Tanulmányom célja az volt, hogy az értékte-

12 A francia vállalati struktúra ilyen irányú fejlődéséről I. HARBULA PÉTER: Tulajdonosi és nagyvállalati struktúra a francia gazdaságban [1999], illetve BANCEL [1995], BELIN-MEUNIER [1997], CHABANAS és VERGEAU [1996], valamint CHARREAU [1997] munkáit.

remtésre összpontosítsunk az időszakos vállalati teljesítmény két jól ismert és széles körben elfogadott mérőszáma – az EVATM¹³ és a CFROITM¹⁴ – segítségével.

A 150 cégből álló mintát két fő kategóriába soroltam, majd a később felsorolt további alosztályokra bontottam. (Megjegyzés: a 2. és 3. táblázatban szereplő vállalatok besorolását és a tulajdonosi szerkezet változásának figyelembe vételét a Függelék részletezi.)¹⁵

1) 99 többségi vagy irányító részvényesekkel rendelkező vállalat. E vállalatokban az irányító részvényes(ek) *de jure* vagy *de facto* alapon kizárólagos ellenőrzést gyakorol(nak) a legfontosabb vezetőségi döntések felett. Azokat a vállalatokat soroltuk ebbe csoportba, amelyek legnagyobb részvényese a szavazati jogoknak legalább 20%-ával rendelkezett. Nemcsak az egyedi részvényesek számítanak, hanem ismert és publikus részvényesi koalícióik is. Ezen a csoporton belül egy 55 cégből álló almintát is beazonosítottunk, amelyik „nagy” részvényesekkel rendelkezett (50%-ot meghaladó tulajdonrész);

2) 51 vállalat elaprózódott részvényesi struktúrával, amely – bár nincs köztük 20%-os tulajdonnal bíró részvényes (vagy részvényesi koalíció) – gyakran magában foglal intézményi, valamint egyéni befektetőket. Ebből a csoportból is kiemeltem egy 25 cégből álló alcsoportot, amely „kemény magos” tulajdonosi szerkezettel rendelkezik. Ez utóbbi alkategóriába soroláshoz egy kisebb csoport közös tulajdonában lévő 15%-os részesedést már elegendőnek tartottunk, feltéve, hogy nem volt más, azzal egyenlő nagyságú vagy nagyobb szavazati joggal bíró részvényesi csoport.

2. táblázat

**Értékteremtés és teljesítmény 150 francia cég esetében
1986 és 2005 között¹⁶**

	Irányító részvényesi szerkezetű cégek a teljes mintához képest	Elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek a teljes mintához képest
Részvényesi hozam		
Átlag	2.3%	-4.5%
Medián	2.2%	-4.1%
Cégek száma átlagosan	99	51

13 STEWART [1991].

14 MADDEN [1998], [1999].

15 Az ábra a megfigyelési időszak alatt az egyes kategóriákban szereplő cégek átlagos számát mutatja. A tulajdonosi hányad a szavazati jogokra utal.

16 A részvényesi hozamot és EVATM teljesítményt minden évben mértük, és a cégeket évente kategóriákba soroltuk. A CFROITM-et a megfigyelt időszakra vonatkozóan számítottuk ki, és a cégeket annak alapján osztályoztuk, hogy a megfigyelt időszak alatt mely kategóriába tartoztak leginkább.

	Irányító részvényesi szerkezetű cégek a teljes mintához képest	Elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek a teljes mintához képest
EVA™		
Átlag	5.5%	-10.4%
Medián	7.0%	-13.6%
Cégek száma átlagosan	99	51
CFROI™		
Átlag	2.2%	-8.1%
Medián	2.1%	-9.0%
Cégek száma	93	57

A 2. táblázatból látható, hogy az irányító részvényesekkel rendelkező 99 francia vállalat szembeötlően magasabb EVA-t és CFROI-t produkált, mint az elaprózódott tulajdonosi szerkezetű 51 cég, ami azt sugallja, hogy a többségi részvényesek fontos ellenőrző és fejelemző szerepet játszhatnak a nagyvállalatok irányításában. (A részvényesi hozam terén végzett elemzés is hasonló irányba mutat, de az eredmények kevésbé meggyőzőek.) Másfelől, amint azt a 3. táblázat illusztrálja, miután mintámból eltávolítottam a 25 „kemény magos” vállalatot, a fennmaradó 26, szóródó tulajdonosi szerkezetű cég teljesítménye igen közeli az irányító tulajdonosokkal rendelkező cégekéhez.

**Értékteremtés és teljesítmény francia cégek esetében
1986 és 2005 között¹⁷**

A teljes minta átlagához képest	„Kemény magos” irányítású cégek	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	Irányító részvényes	Nagy részvényes
Részvényesi hozam				
Átlag	-5.8%	-3.0%	6.1%	-0.9%
Medián	-6.9%	-1.6%	8.7%	-3.0%
Cégek száma átlagosan	25	26	44	55
EVATM				
Átlag	-27.4%	6.0%	7.7%	3.6%
Medián	-36.3%	8.5%	9.8%	4.8%
Cégek száma átlagosan	25	26	44	55
CFROITM				
Átlag	-31.7%	5.5%	8.7%	-5.2%
Medián	-32.0%	4.6%	10.2%	-7.7%
Cégek száma	21	36	39	54

Ezen kívül a táblázatokból kiolvasható, hogy az 55 „nagy” részvényessel rendelkező cég minden kiválasztott mérőszám tekintetében alulteljesít a minta többi cégéhez képest. Ez az eredmény azt sejteti, hogy egy bizonyos szintű tulajdoni hányadon túl a kisebbségi tulajdonosok kihasználásának a lehetősége többet nyom a latban, mint a jobb ellenőrzés potenciális előnyei.

A részvényesi „kemény maggal” rendelkező vállalatok egyértelműen alulteljesítettek a mintában. Kisebbségi mértékben ugyanez állítható a nagy részvényesekkel bíró társaságokról, különösen abban az esetben, ha a tulajdonosi hányad jóval meghaladja az 50%-ot. Így

¹⁷ Az EVATM teljesítményt minden évben mértük, és a cégeket évente kategóriákba soroltuk. A CFROITM-et a megfigyelt időszakra vonatkozóan számítottuk ki, és a cégeket annak alapján osztályoztuk, hogy a megfigyelt időszak alatt mely kategóriába tartoztak leginkább.

megállapításaim nem támasztják alá azt az állítást, amely szerint a piaci erőktől elszigetelt vezetőség hatékonyabb, hosszabb távú stratégia megvalósítását teszi lehetővé. A jelentős szavazati hányaddal rendelkező többségi tulajdonossal jellemezhető cégek viszonylag gyengébb teljesítménye pedig erőteljesen azt sugallja, hogy a tulajdonosi szerkezet túlzott koncentrációja sem optimális.

A HALADÁS JELEI

Amikor megpróbáltam azt vizsgálni, hogy a „kemény magos” vállalatok jelenléte milyen mértékben rontja le a szétaprózódott tulajdonosi szerkezettel rendelkező cégekből álló minta összteljesítményét, kísérletet tettem annak a megállapítására is, hogy a tanulmányomban figyelembe vett, húszéves időszak alatt milyen változások álltak be a minta vállalatainak a teljesítményében. A 150 vállalatból álló teljes minta, valamint az általam leírt három alcsoport mindegyike szempontjából összehasonlítottam az első tízéves időszak (1986–1995) részvényesi hozamát, EVA- és CFROI-adatait a második időszak (1996–2005) átlagaival.

4. táblázat

Teljesítményjavulás a mintában az 1986–1995 közötti időszakban az 1996–2005 közötti időszakhoz képest

A minta átlagos eredményeihez képest	Irányító részvényes	Nagy részvényes	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” irányítású cégek
Részvényesi hozam 1986–1995	-8.9%	-9.2%	-12.2%	-14.5%
Részvényesi hozam 1996–2005	+7.3%	+13.2%	+11.5%	+8.9%
EVA 1986–1995	-9.2%	-9.1%	-12.5%	-14.5%
EVA 1996–2005	+8.4%	+12.9%	+9.8%	+19.4%
CFROI 1986–1995	-7.5%	-8.5%	-7.7%	-12.3%
CFROI 1996–2005	+8.4%	+11.0%	+8.9%	+15.1%

Amint az a 4. táblázatból kitűnik, minden csoport teljesítményében tekintélyes előrelépés tapasztalható. E fejlődés részben az 1990-es évek végén fennálló, kedvező makro-ökonomiai feltételeknek tulajdonítható. A legfőbb indok viszont mégis a „kemény magos” vállalatirányítási rendszer fokozatos felbomlása.¹⁸

Mint korábban jeleztem, ezeket a változásokat tekinthetjük a francia felső menedzsment válaszának is a külföldi intézményi részvényesek növekvő nyomására: ez utóbbiak elsősorban az alaptevékenységek által elért értékteremtés növekedését követelték. Ez persze avval járt együtt, hogy növelni kellett az eszközhatékonysági mutatókat, és meg kellett válni a „felesleges” befektetésektől.

Vegyük például az Alcatel esetét! 1990-ben egy frissen privatizált cégcsoport, amelynek tevékenységi körében többek között szerepel a mechanika, energiaipar, hajóépítés (ezeket később Alstom néven leválasztották), könyvkiadás és -szerkesztés (Générale Occidentale), elektronika (Cegelec) és kábelgyártás (Nexans). 2000 elejére a vállalat kizárólag telekommunikációs készülékeket gyártó és szolgáltató céggé vált, amit részben eladások és felvásárlások sorozatával (DSC, Xylan, Packet Engines, Spatial Technologies és nemrégiben a Lucent) ért el. A Suez is hasonló utat választott, amikor megvált pénzügyi szolgáltató- és médiavállalkozásaitól annak érdekében, hogy tisztán közüzemi vállalattá alakuljon. E két cégnek az 1990-es évek közepe óta látható átalakulása a francia vállalatirányítás és teljesítmény általános fejlődési irányát képviseli.

A „KEMÉNY MAGOS” VÁLLALATIRÁNYÍTÁSI MODELL FELBOMLÁSA

A korábban állami tulajdonban lévő francia társaságok privatizálása során létrejött „kemény magos” vállalatirányítási struktúrának a francia gazdaságban betöltött szerepe fokozatosan csökkent. Erre meggyőző bizonyítékul szolgálnak a következő példák.

Amikor a Marceau Investissement 1988-ban belekezdett a Société Générale (SG) erőszakos felvásárlásába, az SG törzsrészvényesei szövetséget alakítottak, amely megakadályozta az ajánlattételt. Ezzel szemben, amikor 2003-ban az Alcan a Pechiney céget fenyegette felvásárlással, lényegében ugyanaz a részvényesi „kemény mag” (beleértve a BNP Paribas-t, az AGF-t (amely a német Allianz irányítása alatt állt) és a Caisse des Dépôts et des Consignations-t, a CDC-t¹⁹) nem állt ellen. A két eset végkimenetele közötti különbség legalább részben annak a ténynek tulajdonítható, hogy a Pechiney részvényeinek körülbelül 12%-a az egyesült államokbeli Fidelity és Franklin alapok tulajdonában volt, míg a „kemény mag” a szavazati jogok alig több mint 13%-ával rendelkezett.

¹⁸ Mint megjegyeztük, a „kemény magos” rendszert a kereszttulajdonlások és az azonos kézben részesülő, illetve egymást átfedő érdekeltségekkel rendelkező igazgatósági tagok és vezérgigazgatók hálózata segítette elő. Ám ez a rendszer is jelentősen megváltozott az 1990-es évek közepe óta. Például 1997-ben az igazgatósági tagoknak csupán 8%-a volt független. Ez az arány 2000-ben 24%-ra, 2004-ben pedig 39%-ra emelkedett. Hasonlóképpen, 1996-ban az igazgatósági tagok közel 50%-a a „nagy iskolák” egyikének növendéke volt, míg ez az adat 2004-ben mindössze 33% körül mozgott. (Forrás: Korn Ferry International Annual Board of Directors Study, valamint a szerző kutatásai).

¹⁹ Ez a tőzsdén nem jegyzett és teljes mértékben állami tulajdonban lévő bank kulcsszerepet játszik a francia kormányzati szándék kifejezésében, és még mindig jelentős részesedéssel rendelkezik számos vezető francia vállalatban, de tulajdonrészre ritkán haladja meg az 5%-ot.

A Pechiney tulajdonosi szerkezetének változása tükrözi az elmúlt két évtizednek a francia gazdaság és értékpapírpiacon progresszív „nemzetköziesítésében” elért eredményeit. Míg 1988-ban a francia vállalatok részvényeinek csupán körülbelül 10%-a volt külföldiek tulajdonában, 2003 végére ez az arány megközelítette a 44%-ot.²⁰

LÉTEZIK OPTIMÁLIS SZINTŰ TULAJDONOSI KONCENTRÁCIÓ?

Bár a fenti elemzés sejteti a „kemény magos” tulajdonosi szerkezet és a vállalati kereszttulajdonlás mint vállalatirányítási modell korlátait, nem szolgál túl sok információval a jelen cikk elején felvetett kérdésre: egy többségi részvényes jelenléte (vagyis a „belső ellenőrzés”) eredményesebb vállalatirányításhoz és nagyobb hatékonysághoz vezet, mint a „piaci alapú (vagy külső)” ellenőrzés, amely a szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű vállalatokat hivatott „fegyelmelni”? Azaz a vállalati teljesítmény és értékteremtés a tulajdonosi koncentráció erősödésével együtt közvetlenül (vagyis tulajdonképpen lineárisan) változik-e – más szóval, az 50%-os többségi részvényessel rendelkező cégek rendre jobban teljesítenek, mint a 25%-os részvényes tulajdonában lévők?

Harold Demsetz és *Ken Lehn* 1985-ös, az amerikai vállalatok tulajdonosi koncentrációját és a vállalatok értékét vizsgáló, úttörő tanulmányában azt állította, hogy az eltérő beruházási követelményekkel rendelkező, különböző (például high-tech/low-tech, kezdő/érett) vállalkozástípusoknak más-más tulajdonosi szerkezetet kellene alkalmazniuk. Demsetz és Lehn érvelése szerint, amennyiben ez igaz, nem várhatjuk, hogy egyértelmű kapcsolatot találjunk a tulajdonosi szerkezet és az értékteremtés között.²¹ Egy 2001-ben készített tanulmányban pedig Demsetz és *Villalonga* arra jutott, miután vizsgálta a koncentrált tulajdonosi szerkezetű amerikai vállalatok eltérő típusait, hogy ezek a cégek többé-kevésbé ugyanúgy teljesítettek, mint szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű társaik.²²

Másfelől – mint korábban jeleztük – *Anderson* és *Reeb* 2003-as tanulmánya a családi irányítás alatt álló, nyilvános amerikai részvénytársaságokról arra az eredményre jutott, hogy azok a cégek, amelyeknek nagyobb százaléka van családi tulajdonban, rendre magasabb működési hozamot érnek el. Ennek ellenére – mint korábban szintén jeleztük – a nem családi vállalkozásokhoz képest elért teljesítménykülönbség körülbelül 30%-os tulajdoni hányadnál éri el a csúcst, amely után fokozatosan hanyatlik.

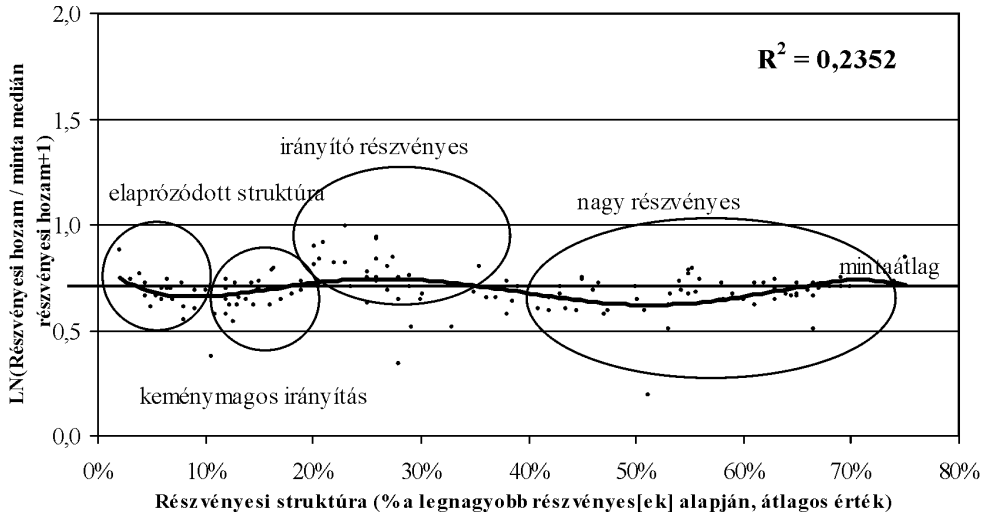
Ez utóbbi tapasztalat hasonló ahhoz, amire én jutottam, amikor a francia nagyvállalatokból álló mintán a tulajdonosi koncentráció és érték közti kapcsolatot vizsgáltam. A tulajdonosi koncentrációt a legnagyobb részvényes vagy részvényesi koalíció szavazati jogainak százalékában mértem (ami Franciaországban gyakran jelentősen eltér a cash-flow-hoz és osztalékhoz fűződő jogoktól).

20 A Georgeson Inc. által végzett kutatás szerint, amelyet a *Le Monde* 2003. július 29-i számában megjelent beszámolóban publikáltak.

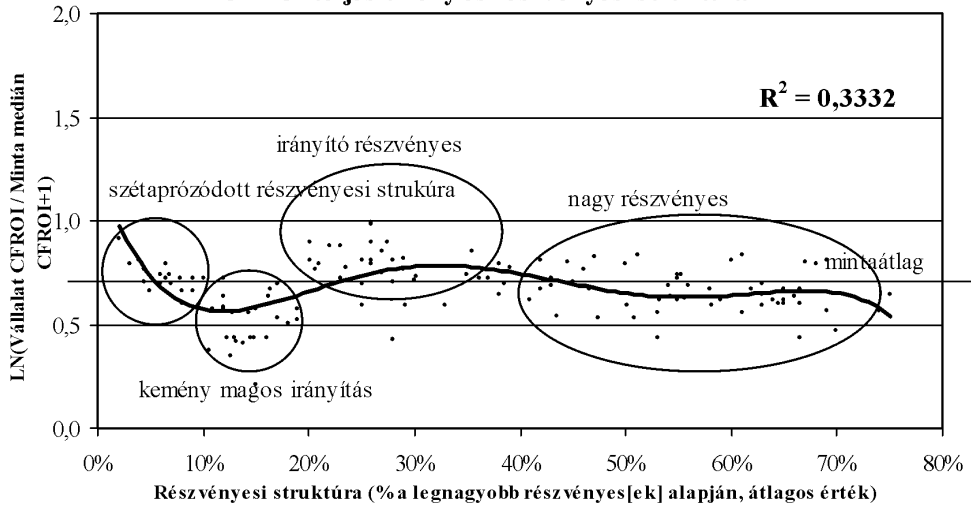
21 DEMSETZ és LEHN [1985].

22 A kutatók általában ellentmondásos eredményekre jutottak e témakörben: DEMSETZ és VILLALONGA [2001] a tulajdon és teljesítmény közötti összefüggést tesztelte, és arra a következtetésre jutott, hogy nem áll fenn kapcsolat. Ezzel szemben ANDERSON és REEB [2003] ellentmondó eredményekről számolt be; eszerint a családi tulajdonban lévő vállalkozások nagyobb teljesítményt értek el, az optimális részesedés szintje pedig körülbelül 30%.

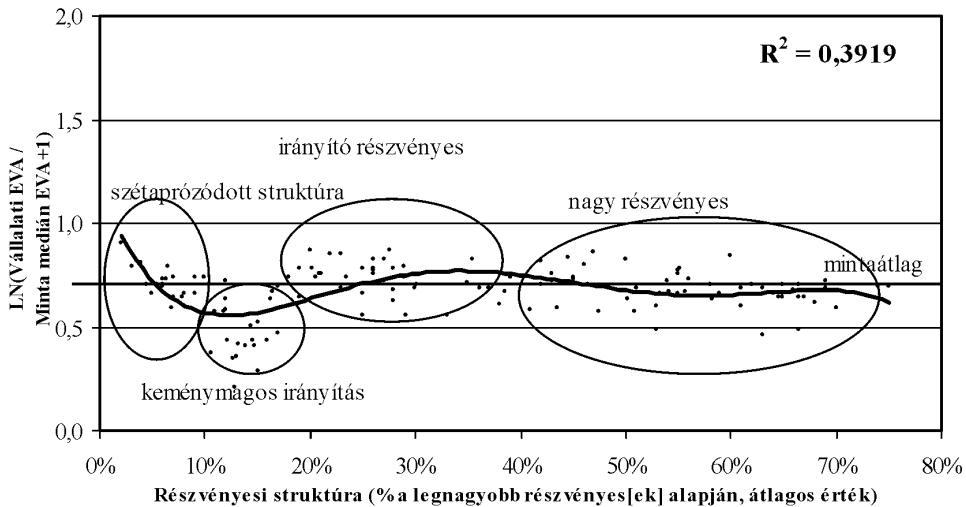
CFROI, EVA és részvényesi struktúra



CFROI teljesítmény és részvényesi struktúra



EVA teljesítmény és részvényesi struktúra



Megjegyzés: az R^2 érték kiszámításához öt különböző elsőrendű regressziós egyenletet használtunk fel, amelyeket a részvényesi struktúra alapján a különböző tulajdoni hányadok között fektettünk le. A grafikonon bemutatott érték ezen egyenletek átlagát jelenti. A különböző változók természetes logaritmusát a szóródás csökkentése miatt alkalmaztuk, a grafikus ábrázolást elősegítendő.

A 2. ábra alapján látható, hogy a jól teljesítő vállalatok két elkülöníthető csoportját lehet megkülönböztetni. Az egyik csoportot (a bal oldalon) nagyon szétterjedt tulajdonosi szerkezet jellemzi (ahol egyetlen részvényes sem rendelkezik a szavazati jogok 5-10%-át meghaladó hányaddal), míg a második csoportban olyan többségi részvényesek szerepelnek, amelyeknek a százalékos tulajdonrésze 25% körüli. A nagy (50%-nál nagyobb) részvényesekkel rendelkező vállalatok teljesítménye némiképp alatta marad a minta átlagának, míg a cégek „kemény magos” mintája jelentősen alulteljesített.

A CSALÁD SZEREPE A FRANCIA VÁLLALATOKBAN

A jelen tanulmányban megfigyelt vállalatok részvényesi struktúráját nagymértékben befolyásolta a családi alapítású, illetve családi tulajdonban lévő cégek jelenléte. Az általam vizsgált cégek legalább egyharmadában az alapító vagy annak családja volt a legnagyobb részvényes. A befolyás az irányító részvényessel vagy a nagy tulajdonossal rendelkező vállalatok esetén a legfontosabb, de számos szétaprózott tulajdonosi szerkezetű cégnél is van bizonyíték az alapító vagy a család befolyására (5. táblázat). Ez utóbbira szolgál példaként az Accor, a Danone vagy a Cap Gemini.

**Részvényesi struktúrák a tulajdonos alapján
1986 és 2005 között²³**

	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” tulajdonosi szerkezet	Nagy részvényesi struktúra	Irányító részvényesi struktúra	Összesen
Állam	4	5	2	8	19
Család / alapító	7		27	28	62
Francia vállalat	2	8	6	8	24
Külföldi vállalat	2	1	3	3	9
Munkavállalók / Vezetőség	3	2	2	2	9
Francia pénzüintézet	4	8	2	4	18
Külföldi pénzüintézet	4	1	2	2	9
Összesen	26	25	44	55	150

Mi magyarázhatja ezeket az eredményeket? Egyesek azzal érvelnének, hogy az ábra bal oldalán elhelyezkedő vállalatok előtt sok ígéretes befektetési lehetőség áll nyitva, és ahhoz, hogy ezeket a lehetőségeket ki tudják használni, a jelentősen diverzifikált részvényesi bázis által biztosított likviditásra és a részvényeseik magasabb kockázatviselő képességére van szükségük.²⁴ Ezen túlmenően, egy ellenséges felvásárlás potenciális veszélye arra kényszerítheti a vezetőséget, hogy optimalizálja a vállalat teljesítményét. Ám e cégek nagyobb teljesítménye természetesen összefügghet a menedzsment szaktudásával és színvonalával is. Az ebben a mintában szereplő társaságok közül sokakat befolyásos, a működést hatékonyan ellenőrző elnök-vezérigazgatók irányítanak csakúgy, mintha egy jelentős többségi részvényesek által gyakorolt hatalomról lenne szó. Ilyen cégekre kiváló példaként szolgál az Euronext, az Air Liquide és az Accor az 1990-es évek közepéig.

23 Az adatok a teljes vizsgált időszak kerekített átlagértékei a vállalati részvénystruktúrákban történt változások miatt.

24 A tulajdonosi struktúra mint kritérium fontosságát az értékkeremtés szintjének meghatározásában egy sor regressziós egyenlet útján teszteltük. A részvényesi kritérium bevonása megnövelte a regressziós egyenletek jelentőségét (a módosított regressziós együttható, R^2 50% és 55% között mozog a mérés típusától függően, míg közelebb esik a 30–35%-hoz, ha a részvényesi kritériumot elhagyjuk). Így tehát az X^2 tesztek is – figyelembe véve a tulajdonosi hányadot mint a teljesítmény és az értékkeremtés fokmérőjét – szignifikáns változók. A regressziós egyenleteket és számításokat az egyszerűség kedvéért mellőztük a tanulmány ezen változatából.

Ezzel ellentétben az érettebb cégek, amelyek kevésbé függenek a külső tőkétől, inkább a koncentrált tulajdonosi szerkezetből profitálhatnak, legalábbis egy bizonyos pontig, amely a magam, illetve mások kutatásai alapján a 25% körüli tulajdoni részesedés körül helyezkedik el. Bár a befolyás ezen szintje egyértelműen elég nagy ahhoz, hogy csökkentse az ellenséges felvásárlás lehetőségét, vélhetően elég kicsi ahhoz, hogy bőséges részvénylikviditást tegyen lehetővé, és valamennyire nyitva hagyja a vállalatot a tőkepiacok bizonyos fokú befolyása, sőt esetleg ellenséges átvétel lehetősége előtt is. Amint a tulajdonrész meghaladja a 30%-os szintet, nagyobb a valószínűsége, hogy a többségi részvényes fő céljának a hosszú távú ellenőrzés megőrzését tekinti majd, és nem lép fel a részvényesi értékmaximalizálással szemben, amely amúgy a felvásárlás elleni védekezés egyik leghatékonyabb eszköze is.²⁵

Így tehát a 2. *ábra* egyértelmű üzenete az, hogy azoknál a vállalatoknál, ahol a többségi részvényesek a szavazati jogok túlnyomó többségével rendelkeznek, a saját „személyes hasznuk” költsége valószínűleg meghaladja a vezetőség elkötelezett, hosszú távú tulajdonosok általi ellenőrzésének a hasznát.²⁶ A másik fő – ugyanilyen egyértelmű – üzenet az, hogy a „kemény magos” tulajdonosi szerkezet rendre alulteljesít, ezáltal csökkenti mind az érintett cégekbe befektető vállalatok, mind az effajta „védelemben” részesülő cégek értékét. Bár ezt a rendszert már régóta azzal az érveléssel védik, hogy a vezetőség megkapja a hosszú távra tervezés lehetőségét és a rövid távú eredményre összpontosító nyomás alól felszabadultan működik (ami elvben jó dolog), az empirikus kutatás eredményei alapján ez a szabadság a hosszabb távú megtérülés vizsgálata alapján nemigen realizálódik.²⁷

A SZAVAZATI PRÉMIUM

A tulajdonosi szerkezet hatása a teljesítményre és értékre akkor is észlelhető, ha megvizsgálunk egy másik változót: a szavazati jogot biztosító részvényeknek a szavazati jogot nem biztosító részvényekhez képesti árfolyam különbségét, a „szavazati prémiumot”.²⁸ A szavazati prémium nagyságát gyakran tekintik a felelős vállalatirányítás fokmérőjének, a csekély különbséget a jól működő vállalatirányítási rendszer bizonyítékának minősül.²⁹ Számos tanulmány jutott arra az eredményre, hogy a gyengébb részvényesi védelmet biztosító

25 Az átfogó elemzésbe számos egyéb tényezőt is bevontunk annak érdekében, hogy bizonyos változókat – mint például a méret, eszközhatékonyság, tőkeáttétel vagy a részvényárak likviditása – is beépítsünk a vizsgálatba. Az eredmények azt jelzik, hogy az iparág-specifikus torzulások nem hatottak a minta eredményeire, és így az empirikus kutatás prezentált eredményeire. A részvények likviditása a teljesítménymérés és az értékteremtés szempontjából szintén fontos változónak bizonyult, alátámasztva azt a feltételezést, hogy a nagy többségi tulajdonnal együtt jár a tulajdonos személyes haszna, ami miatt csökken a likviditás, és ez végső soron a vállalat értékének a csökkenéséhez vezethet, ahogyan ezt GROSSMAN és HART [1980], [1986] feltételezte korábbi munkáiban.

26 Ezek a helyzetek némiképp feloldhatók azoknak a nemzeti törvényeknek és szabályozási politikáknak a megváltoztatásával, amelyek célja nagyobb védelmet nyújtani a külső (főként külföldi) befektetők számára. Am az új évezred elejéig a francia politika e tekintetben egyértelműen elmaradt az angolszász országokétól.

27 Ez az általánosítás nem vonatkozik az összes részvényesi koalícióra.

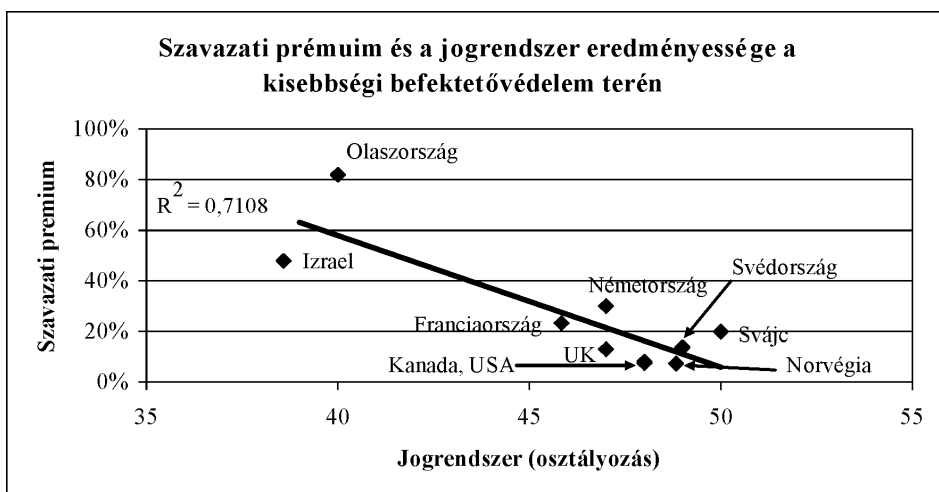
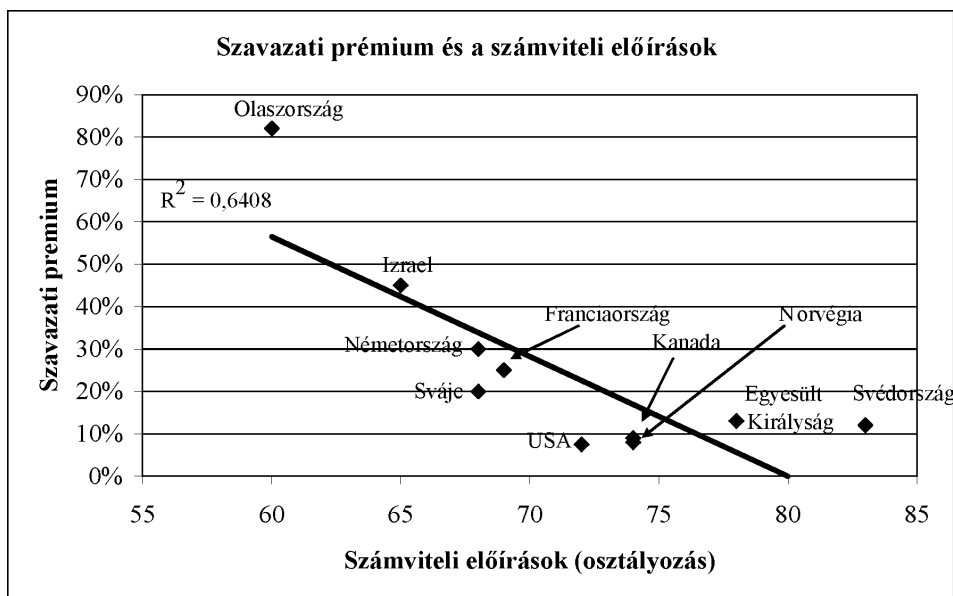
28 A legtöbb vállalat az egy részvény – egy szavazati elvet követi. Ha ezt a szabályt megszegik, megszakad a jövedelemhez (osztalékokhoz vagy cash-flow-hoz) kapcsolódó jogok és az irányítási jogkör (vagyis a szavazati jog) közötti kapcsolat, és csökken a részvényeseknek a vezetőség felett gyakorolt ellenőrzési jogköre. GROSSMAN és HART [1988], illetve HARRIS és RAVIV [1988] alaposan elemezte és bebizonyította az egy részvény – egy szavazati rendszer optimális jellegét a cash-flow (osztalékok) és szavazati jogok szétválasztásának szempontjából.

29 ZINGALES [1994], [1995].

országokban magasabb a szavazati prémium, ami azt jelenti, hogy a részvényesek szavazatának fontos szerepe van.³⁰ Példa erre, hogy a római jogot alkalmazó országokban (például Olaszország és Franciaország) a befektetővédelmi szabályozás általában erősebb, mint a szokásjog országáiban (például az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság), ami a magasabb szavazati prémiumban is megtestesül (lásd 3. ábra).

3. ábra

A szavazati prémium nemzetközi összehasonlítása³¹



30 MODIGLIANI ÉS PEROTTI [2000].

31 LA PORTA ET AL. [1998], [1999], [2000], valamint MUUS [1998].

Franciaország esetében ezt a kérdést az teszi különösen érdekessé, hogy a 80-as évek végén és a 90-es évek elején lezajló privatizációs folyamat során sok francia vállalat tőkét tudott lehívni a tőkepiacokról *szavazati jogot nem biztosító* részvények kibocsátása útján. A 90-es évek közepe óta azonban e szavazati jogot nem biztosító részvények többségét visszavonták a piacokról, többek között azért, mert a befektetők nem nézték jó szemmel a tőkestruktúra elaprózását.

Ha egy cég szavazati jogot nem biztosító részvényeket bocsát ki, azok értékét annak alapján kell meghatározni, hogy a befektetők tudják: a többségi részvényesek aránytalanul nagy szavazati jogukat személyes haszonszerzésre és a kisebbségi tulajdonosoktól kapott érték átruházásra is használhatják. Az ilyen jellegű értéktranszfer sokféle formát ölthet a bérén kívüli juttatásoktól a gazdaságtalan, de személyes érdekeket megtestesítő projektek finanszírozásáig. Ám a legnagyobb szavazati prémium valószínűleg akkor keletkezik, amikor a szavazati jogot biztosító részvényeket a vállalat ellenőrzésének átruházását célzó tranzakció megakadályozására – vagy az eredmény más módon történő befolyásolására – használják fel.

Ez okból a francia vállalatok szavazati jogot biztosító részvényeinek árfolyamát 57 olyan „kiszorításos” (*squeeze out*) tranzakció során elemeztem, amikor a francia vállalatok kisebbségi részvényesei számára a többségi tulajdonossal megegyező árat ajánlottak fel részvényükért (a francia tőzsdeszabályozásnak megfelelően).

6. táblázat

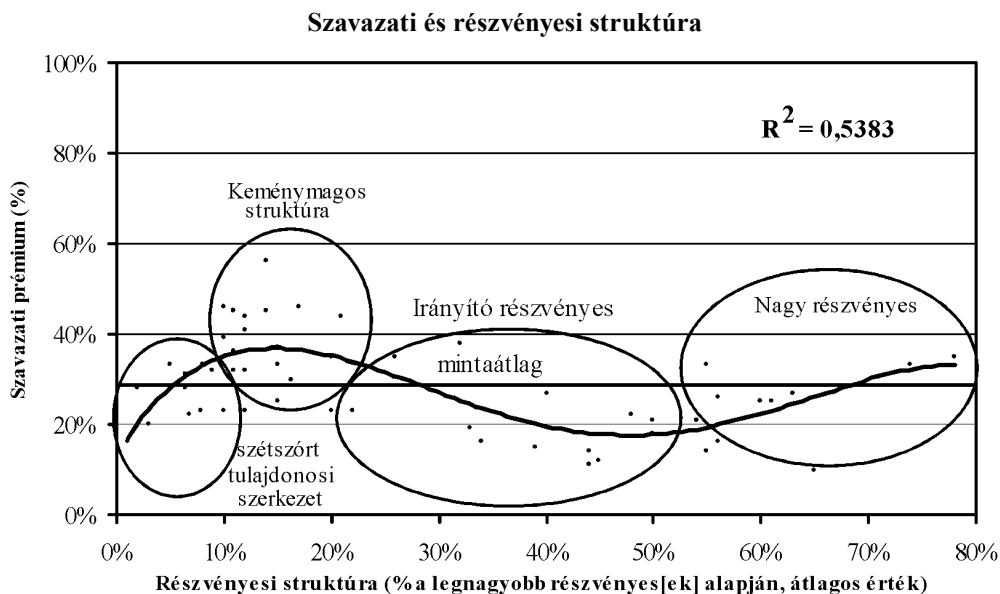
A szavazati prémium 1988 és 2005 közötti változásának elemzése

	Teljes minta	Nem „kemény magos” irányítási, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” tulajdonosi szerkezet	Nagy részvényesi struktúra*	Irányító részvényesi struktúra*
Átlag	28.6%	28.0%	32.1%	28.2%	20.2%
Medián	25.3%	23.8%	30.8%	22.5%	20.0%
Időelemzés (átlagértékek)					
1988–1995	39.4%	39.7%	40.8%	39.9%	34.9%
1996–2005	24.2%	22.5%	30.8%	21.2%	17.2%
Tranzakciók száma	57	17	18	17	5

*Statistikailag nem szignifikáns adat 5%-os konfidenciaintervallumban

Amint az a 6. táblázatban látható, az általam vizsgált 18 éves időszak alatt (1988–2005) a szavazati prémium jelentősen csökkent. A korábban bemutatott értékteremtés- és eredményességvizsgálat alapján arra a következtetésre jutottam, hogy a mintában szereplő „kemény magos” vállalatok a teljes időszak során átlagon felüli prémiumot mutattak fel (lásd 4. ábra) – csakúgy, mint a jelentős többségi részvényessel rendelkező cégek – a minta átlagához képest.

4. ábra



ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

A francia társaságok tulajdonosi szerkezetét és irányítását már régóta a belső és külső ellenőrzés sajátos keveréke jellemzi. Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság tőzsdén jegyzett vállalatainak nagyobb mértékben szóródó tulajdonosi mintájával ellentétben, a jegyzett francia cégek túlnyomó többsége továbbra is rendelkezik nagy (sok esetben többségi) részvényesekkel, akik közé az alapítók vagy alapító családok, a francia kormány és más társaságok is tartoznak.

Ám a francia gazdaság és tőzsde elmúlt évtizedben végbement, progresszív „nemzetközivé válása” révén a legnagyobb francia vállalatokat összefogó kereszttulajdonlás kiterjedt hálózatai elkezdtek felbomlani. Ennek eredményeképpen napjainkban a tőzsdén jegyzett francia cégekben a tulajdonosi struktúrák széles skáláját figyelhetjük meg, ami nemcsak a nagy állami és családi tulajdonú vállalkozásokat foglalja magában, hanem egyre növekvő számban olyan szétaprózódott tulajdoni szerkezetű vállalatot is, amelyekben külföldi intézményi befektetők többségi tulajdonnal rendelkeznek. Fontos azonban megjegyezni, hogy

bármennyire is jelentős a részvényesi struktúra befolyása a vállalatok eredményességére és az értékteremtés minőségére, a különböző vizsgálatok azt mutatják, hogy elsősorban az iparág határozza meg a teljesítményt, és csak másodsorban követi a tulajdonosi szerkezet.³²

A koncentrált tulajdonosi szerkezet értékét bizonyító, 150 tőzsdén jegyzett francia nagyvállalatra kiterjedő tanulmányom azt mutatja, hogy az elmúlt 20 évben a többségi részvényesekkel rendelkező cégek túlteljesítették szétaprózott tulajdonosi struktúrájú társaik eredményét. Azonban úgy tűnik, a tulajdonosi szerkezet koncentráltasága csak egy bizonyos pontig teremt értéket. A családi tulajdonban lévő amerikai vállalkozásokról készített tanulmányok eredményeihez hasonlóan, az én tanulmányom is bizonyítja, hogy a vállalat teljesítménye a többségi részvényes tulajdonosi hányadának növekedésével együtt javul, 25-30% körül éri el a csúcst, majd azt követően hanyatlik. Ez azt jelenti, hogy eddig a pontig a részvényes erősebb készletet érez arra, hogy a vállalati teljesítményt a nagyobb tulajdoni hányad által biztosított ellenőrzési jogkörrel figyelje, mint hogy a kisebbségi részvényesek kivásárlására csábító erőnek engedjen; ráadásul ez a tulajdonosi hányad bizonyos fokú likviditás megőrzését (valamint a „külső felek” esetleges beavatkozását) is lehetővé teszi.

Mintámban egyértelműen azoknak a nagyvállalatoknak a teljesítménye maradt alul, amelyek jelentős vállalati részvényesekkel (ama bizonyos „kemény maggal”) rendelkeztek, de nem volt egyedüli többségi tulajdonosuk. Ám tanulmányom arra is rávilágít, hogy a francia vállalatirányításnak az elmúlt évtizedben elért egyik legnagyobb eredménye a kemény magos tulajdonosi és irányítási struktúra fokozatos elsovadása volt. Ezt a változást nemcsak a külföldi intézményi befektetők nyomása idézte elő, hanem jelentős kormányzati reformkezdeményezések is, amelyekben a francia állami hatóságok és vállalatvezetők is részt vettek.³³

További kutatások szükségeltetnek annak vizsgálatára, hogy a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetének és irányításának a jelen tanulmányban leírt változásai jelentős, hosszú távú hasznot jelentenek-e a gazdaság számára. Azáltal, hogy számos francia vállalkozást elszigeteltek a piaci kapitalizmus zord versenyétől, a „kemény magos” irányítási rendszer bizonyíthatóan segítette, hogy az érintett cégek a saját iparágukban nemzetközileg versenyképesé váljanak. Az viszont tény, hogy ezek a társaságok az elmúlt 20 év nagy részében nem nyújtottak megfelelő hozamot részvényeseiknek.

Visszatérve tanulmányom fő üzenetéhez, elképzelhető, hogy a kisebbségi (vagyis passzív) részvényesek számára a legmegbízhatóbb védelmet a jelentős belső részvénytulajdon és a külső piaci befolyás (félvásárlás) lehetőségének keveréke nyújtaná. Ez az elv pedig érvényes lehet az amerikai „piaci alapú” vállalatirányítási rendszerre is. Az USA-ban és más országokban a kockázatitőke-társaságok kedvező hozadéka, hogy a menedzsment számára ösztönző tulajdonosi szerkezetet jelentenek. Ám egy nemrégiben készített (még nem publikált) tanulmány meggyőző bizonyítékkal szolgál arra nézve, hogy még a nagy amerikai részvénytársaságok esetén is sokkal nagyobb a belső (menedzsment általi) tulajdonlás,

32 Különböző statisztikai vizsgálatokkal sikerült bizonyítani, hogy a tanulmány eredményeit nem befolyásolta egy-egy szektor alul- vagy felülreprezentáltsága a mintákban.

33 Az 1995-ös és 1999-es Viénot-jelentéseknek megfelelően, amelyeket a francia munkáltatók szakszervezete szponzorált (CNPF/MEDEF).

mint azt korábban gondolták.³⁴ Röviden, még a leginkább piacorientált vállalatirányítási rendszerek is – legalább bizonyos mértékig – hagyatkozhatnak az elkötelezett tulajdonosok ellenőrző és irányító tevékenységeire.

FÜGGELÉK

A részvényesi hozam, EVA- és CFROI-modellek

A tanulmányomban szereplő minta 150 francia, tőzsdén jegyzett, nem a pénzügyi szférába sorolható cégből állt, amelyek a „Premier Marché” és a „Second Marché” tagjai. Az elemzés 1986-tól 2005-ig vizsgálja a tárgyat. Minden egyes cég az 1986 és 2005 között eltelt húsz évből legalább 15 évig szerepel a mintában.

Ezen időszak során minden évben megvizsgáltuk e cégek tulajdonosi szerkezetét, részvényesi hozamát és működési teljesítményét (amelyet az EVA-mérőszám segítségével mértünk). A részvényesi hozam és az EVA kiszámításához minden társaságot minden egyes évben tulajdonosi kategóriákba soroltunk. A CFROI-megközelítéshez a vállalatokat az időszak legnagyobb részében fennálló tulajdonosi szerkezetük alapján rendeltük a különböző csoportokhoz.

A részvényesi hozamot úgy számítottuk ki, hogy kiszámoltunk minden bevettelt és potenciális kiadást, amit egy részvényes kapott vagy költött volna, ha az időszak elején megveszi a részvényt, és az időszak végéig megtartja. Ez azt jelenti, hogy a potenciális tőkenyereséghez hozzáadtuk az időszak során kapott osztalékbevételeket, majd ebből levontuk az esetleges tőkeemelési befizetéseket.

Az EVA-t úgy számítottuk ki, hogy az üzemi eredményből kivontuk az eléréséhez szükséges és felhasznált tőke elméleti költségét. Az EVA-elemzés az „EVA-rátán” alapul, amelyet a kalkulált NOPAT-ra (üzemi nyereség mínusz adókölség) és az adott évre vonatkozó, átlagos befektetett működő tőkére (*capital employed*, CE) alapoztunk. A tőkeköltséget (*c*) súlyozott átlagos tőkeköltségként (WACC) definiáltuk, és a saját tőke súlyozásához az adott évre vonatkozó, átlagos piaci kapitalizációt, az adósság súlyozásához pedig a nettó pénzügyi adósság átlagos szintjét hasznaltuk fel.³⁵ Az EVA-ráta meghatározása a következő:

$$\frac{NOPAT_n - c_n \frac{(CE_{n-1} + CE_n)}{2}}{\frac{(CE_{n-1} + CE_n)}{2}}$$

A CFROI-modell a a diszkontált cash-flow elveiben gyökerezik, és egy belső megtérülési rátán (*IRR*) alapuló megközelítést alkalmaz. Az EVA esetéhez hasonlóan, a CFROI modellben a cash-flow definíciója a hitelezőknek és részvényeseknek kifizethető üzemi cash-flow (*operating free cash-flow*). Ebben az értelemben a CFROI hasonlít az EVA-megközelítéshez, hiszen mindkettő egy befektetett működő tőkére alapuló megközelítésre támaszkodik. A CFROI-ráta az, ahol az *IRR*-re a következő egyenlet érvényes:

³⁴ HOLDERNESS, C. G. [2006].

³⁵ Ebben az elemzésben a nettó pénzügyi adósságot a hosszú távú pénzügyi adósság mínusz a készpénz és a könnyen készpénzzé tehető értékpapírok egyenlettel határoztuk meg.

$$0 = -GCE_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+CFROI)^i} + \frac{GCE_n}{(1+CFROI)^n} ,$$

ahol GCE_0 az időszak elején befektetett bruttó működő tőke, a GCE_n pedig a becsült élettartam végén felszabadított bruttó befektetett működő tőke.

Az eredménykimutatásokat és mérleget a Bloombergtól és az éves beszámolókból szereztük be (onesource.com és céges weboldalak). A részvények jegyzési árát a Bloombergtől és a Fininfótól vettük át, illetve a Euronext NV jóvoltából jutottunk hozzá. Az egyes cégek elvárt hozamának kiszámításához a Capital Asset Pricing Modelt használtuk fel. A kockázatmentes kamatlábat és a tőkekockázati felárat a *Dimson–Marsh–Staunton* [2004] tanulmányt felhasználva számítottuk ki, míg az éves béta faktort a Bloomberg adataiból származtattuk.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANDERSON, R.–REEB, D. [2003]: Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, június.
- BANCEL, F. [1995]: Le Processus de Privatisation: la Spécificité Française, in: Les privatisations, La documentation française, Párizs.
- BELIN-MEUNIER, C. [1997]: Les holdings comme outil de gouvernement d'entreprises, in: Le gouvernement d'entreprises, Economica, Párizs.
- BARONTINI, R.–CAPRIO, R. [2006]: The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management*, 12:5.
- BOLTON, P.–VON THADDEN, E. [1998]: Liquidity and control: a dynamic theory of corporate ownership structure, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154. szám
- BURKART, M.–GROMB, D.–PANUNZI, F. [1997]: Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112. szám
- CHABANAS, N.–VERGEAU, E. [1996] Nationalisations et Privatisations depuis 50 ans, *Les notes bleues de Bercy*, Párizs, N° 87.
- CHANG, S.–HERTZEL, M. [2004]: Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases, *The Financial Review*, 39:3.
- CHARREAUX, G. [1997]: Vers une Théorie du Gouvernement d'entreprises, in: Le gouvernement d'entreprises, Economica, Párizs.
- DEMSETZ, H. [1983]: The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *The Journal of Law & Economics*, 26.
- DEMSETZ, H.–LEHN, K. [1985]: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93. szám
- DEMSETZ, H.–VILLALONGA, B. [2001]: Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7. szám
- DIMSON, E.–MARSH, P.–STAUNTON, M. [2004]: The Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton, Princeton University Press
- DRAHO, J.–MCVEY, H. [2005]: U.S. Family run Companies – They May Be Better Than You Think, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17:4.
- EHRHARDT, O.–NOWAK, E. [2003]: Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation, Humboldt University and University of Southern Switzerland, Lugano, Working Paper
- FAMA, E.–JENSEN, M. [1983]: Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Finance*, 26. szám
- GROSSMAN, J.–HART, O. [1980]: Takeover Bids and the Free Riding Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11. szám
- GROSSMAN, J.–HART, O. [1986]: The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, 94. szám

- GROSSMAN, J.–HART, O. [1988]: One share-one vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 20. szám
- HARBULA, P. [1999]: Tulajdonosi és vállalati struktúra Franciaországban (Ownership and Enterprise Structure in France), *Közgazdasági Szemle*, Budapest
- HARBULA, P. [2004]: Tulajdonosi szerkezet és felelős vállalatirányítás Franciaországban (Ownership structure and Corporate Governance in France), doktori disszertáció, Université Paris II., Assas
- HANOUNA, P.–SARIN, A.–SHAPIRO, A. [2001]: Value of Corporate Control: Some International Evidence, USC Marshall School of Business, Working Paper
- HARRIS, M.–RAVIV, A. [1988]: Corporate Governance – Voting Rights and Majority Rules, *Journal of Financial Economics*, 20. szám
- HOLDERNESS, C. [2006]: The Myth of Diffuse U.S. Corporate Ownership, *Review of Financial Studies* következő száma
- JENSEN, M.–MECKLING, W. [1976]: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3. szám
- LA PORTA, R.–LÓPEZ-DE-SILANES, F.–SCHLEIFER, A. [1998]: Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 53. szám
- LA PORTA, R.–LÓPEZ-DE-SILANES, F.–SCHLEIFER, A. [1999]: Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54. szám
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A.–VISHNY, R. [2000]: Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58. szám
- LEMMON, M.–LINS, K. [2003]: Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *The Journal of Finance*, augusztus
- MADDEN, B. [1998]: The CFROI Valuation Model, *Journal of Investing*, tavasz
- MADDEN, B. [1999]: CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing a Firm, Butterworth-Heinemann, London
- MODIGLIANI, F.–PEROTTI, E. [2000]: Security versus Bank Finance: The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules, MIT, Working Paper
- MUUS, K. [1998]: Non-voting Shares in France: An Empirical Analysis of the Voting Prémium, Frankfurti Egyetem, Working Paper 22.
- PROWSE, S. [1995]: Corporate Governance in an International Perspective, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4. szám
- STEWART, G. B. III. [1991]: The Quest for Value, HarperCollins, New York
- ZINGALES, L. [1994]: The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *Review of Financial Studies*, 7. szám
- ZINGALES, L. [1995]: What Determines the Value of Corporate Votes?, *Quarterly Journal of Economics*, november