

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Lakatos Zsolt

**Vállalkormányzási jellemzők és a cégek pénzügyi teljesítménye közötti
kapcsolat elemzése a közép-kelet-európai régióban**

című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető:

Dr. Medvegyev Péter egyetemi tanár

Dr. Havran Dániel egyetemi docens

Budapest, 2022

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Lakatos Zsolt

**Vállalatkormányzási jellemzők és a cégek pénzügyi teljesítménye közötti
kapcsolat elemzése a közép-kelet-európai régióban**

című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető:

Dr. Medvegyev Péter egyetemi tanár

Dr. Havran Dániel egyetemi docens

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék.....	1
1. Kutatási előzmények és a téma indoklása.....	2
1.1. A témaválasztás motivációja.....	2
1.2. A disszertáció célja és adatbázis jellemzői.....	3
1.3. Vállalatirányítási modellek.....	4
1.4. Vállalatirányítási elméletek.....	4
1.5. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács kapcsolata.....	5
1.6. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács mérete közötti kapcsolat.....	6
1.7. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács összetétele közötti kapcsolat.....	8
1.8. Az igazgatótanács mérete és a vállalat pénzügyi teljesítményét vizsgáló empirikus tanulmányok főbb eredményei.....	9
1.9. Az igazgatótanács összetétele és a vállalat pénzügyi teljesítményét vizsgáló empirikus tanulmányok főbb eredményei.....	10
1.10. A női vezetők részarány növeléséről alkotott általános vélemény.....	12
2. A felhasznált módszerek.....	13
3. Az értekezés eredményei.....	14
3.1. Kutatási hipotézisek az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében.....	14
3.2. A kapott eredmények értelmezése Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében.....	14
3.3. Kutatási hipotézisek Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében.....	15
3.4. A kutatási eredmények értelmezése Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében.....	16
4. Főbb hivatkozások.....	18
5. A kutatáshoz kapcsolódó megjelent publikációk.....	25

1. Kutatási előzmények és a téma indoklása

1.1. A témaválasztás motivációja

A disszertációban a szerző a vállalatirányítási, vállalatkezelési (corporate governance) jellemzők és a cégek pénzügyi teljesítménymutatói közötti kapcsolatot elemzi a közép-kelet-európai (CEE) régióban a 2006 és 2016 között időszakban, tőzsdén jegyzett vállalatok körében. A disszertációban a szerző két publikált tanulmány eredményeit mutatja be.

Az első tanulmány címe: Javítják-e a nagyobb igazgatóságok a részvényesi értékteremtést? - Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati teljesítményre Kelet-Közép-Európában (eredeti cím: Do larger boards improve shareholder value creation? – Effects of the board size on the business performance in Eastern Central Europe). Ebben a kutatásban a szerző az igazgatótanács méretének a cégek pénzügyi teljesítményére gyakorolt hatását elemzi a közép-kelet-európai régió tőzsdén jegyzett vállalatai körében.

A második tanulmány címe: Hatással van-e a nők jelenléte a vállalati igazgatótanácsokban a cégek teljesítményére? (eredeti cím: Does female presence on corporate boards impact firm performance? Evidence from Central Eastern Europe). Ebben a kutatásban a szerző az igazgatótanácsok sokszínűségének a cégek pénzügyi teljesítményére gyakorolt hatását vizsgálja. Az igazgatótanács sokszínűsége, diverzitása a nemek sokszínűségét jelenti, pontosabban a vállalati igazgatótanácsokban a női igazgatók hatását a cégek teljesítményére.

A vállalatirányítás vagy vállalatkezelés és a vállalatok pénzügyi teljesítménye közötti kapcsolatot vizsgáló empirikus tanulmányok nagyon népszerűek mind fejlett, mind fejlődő gazdaságok vállalatai esetében. Ezen empirikus tanulmányokban főként tőzsdén jegyzett vállalatok alkotják az adatbázist, valamint elsősorban az igazgatótanács – mint a vállalatirányítás legfőbb szervezeti egysége – főbb jellemzői és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolat a vizsgálat tárgya.

A vállalatok pénzügyi teljesítménye tekintetében különös figyelem kerül az azokat irányító bizottságok méretére, összetételére és függetlenségére. Az akadémiai kutatások nagy hangsúlyt fektetnek arra a kérdésre, hogy az igazgatóságok struktúrája hogyan és mennyire befolyásolja a vállalatok működését. Ugyanakkor a kutatók között nincs teljes konszenzus hogyan definiáljuk és hogyan mérjük ezeket a hatásokat.

Míg a fejlett gazdaságok tekintetében ezekre már jól dokumentált részválaszokat kapunk, addig Közép-Kelet-Európa gazdaságaira kevés ismeretünk van. A közép-kelet-európai országok piactudományként csak mintegy 30 éve működnek, amely elegendő gazdasági és jogi keretek kifejlődésére, de a társadalmi változások tekintetében más utat jártak be a fejlett gazdaságokhoz képest. Különösen igaz ez a releváns gazdasági erővel rendelkező tőzsdei társaságokra, ahol az aktív monitoring mellett a passzív monitoring intézménye is jelentős. Ezen vállalatok értékét növelheti, ha megfelelő szabályokat, policy-ket alkalmaznak az igazgatóságok működésére és összetételére vonatkozóan.

A disszertáció elkészítésének fő motivációja, hogy korábban nem készültek hasonló empirikus tanulmányok a közép-kelet-európai régióban, amelyek az igazgatótanács méretének és összetételének (diverzitásának) a vállalati pénzügyi teljesítményre gyakorolt hatását vizsgálták volna a régió legfontosabb tőzsdén jegyzett vállalatai körében.

1.2. A disszertáció célja és adatbázis jellemzői

A disszertáció célja az igazgatóságok jellemzőinek a pénzügyi teljesítményre gyakorolt hatásának mérése. A disszertációban két empirikus kutatás eredményeit mutatja be a szerző. Ezen kutatások adatbázisa másodlagos adatokra épül. A vállalatok pénzügyi adatait a szerző a Budapest Corvinus Egyetemen elérhető Bloomberg terminál segítségével töltötte le, míg az igazgatótanácsokra és felügyelő bizottságokra vonatkozó adatokat a vállalatok éves jelentéseiből. Az adatgyűjtést a szerző saját maga végezte. A két tanulmány közül az első egyszemélyes munka, míg a másik tanulmány szerzőtársakkal közösen készült. Ezen utóbbi tanulmányban a szerző részt vett az adatok előállításában, elsősorban az adatokhoz kapcsolódó konceptualizációban, illetve azok validálásban, formális elemzésében és vizuális elemeinek az elkészítésében. A szerző az elemzést önálló fejezettel egészítette ki, mely nem volt része a publikált tanulmánynak.

Az adatbázis a CEE régió (Bulgária, Csehország, Magyarország, Lengyelország, Lengyelország, Románia és Szlovákia) 300 legnagyobb piaci kapitalizációjú vállalatából áll, a pénzügyi és közüzemi vállalatok kivételével. A pénzügyi adatokat a Bloomberg monitor rendszeréből töltötte le a szerző, míg a vállalati igazgatóságokra vonatkozó információkat kézzel gyűjtötte össze az éves jelentésekből. A pénzügyi adatok év végi adatok (december 31-re vonatkoznak), míg az igazgatóság mérete (az igazgatók száma) az adott év január 1-jei állapotot tükrözi. Az adatbázis a 2007 és 2016 közötti évekre terjed ki, valamint az adatbázis másodlagos adatokból áll.

1.3. Vállalatirányítási modellek

Vállalatirányításon vagy vállalatkezelésen (angolul corporate governance) azt a rendszert értik, amely révén a vállalatokat irányítják és ellenőrzik. A vállalatok legfőbb döntéshozó szerve az igazgatótanács, ez felelős a vállalat irányításáért. A vállalatirányítás elmélete szerint a részvénytársaságok, különösen tőzsdei társaságok esetében, a vállalat irányítása (control) és tulajdonlása (ownership) szétválik (separation). Míg a vállalatot az igazgatótanács irányítja, a tulajdonosok a részvényesek. Az igazgatótanács legfőbb feladata a tulajdonosok érdekeinek a védelme. Ahogy nem létezik egyetlen definíciója a vállalatirányításnak, úgy nincs egyetlen vállalatkezelési elmélet sem.

Bedő (2011) azonban O'Sullivan (2000) idézi, aki szerint a vállalatirányítás egy érdekérvényesítő rendszer a vállalat érdekelt felei között. A vállalatirányítás meghatározza a döntéshozatali folyamatban való részvétel lehetőségét és a jövedelemhez való hozzáférés képességét. A vállalatirányítás az érdekérvényesítésért folytatott küzdelemként is felfogható. Bedő (2011) hangsúlyozza, hogy az angolszász gazdaságokban a pénz- és tőkepiacok dominanciája a fő oka annak, hogy a vállalatirányítás kapcsolata a tulajdonosra és a menedzserre korlátozódik. Németországban viszont a munkavállalói érdekképviselet vagy Franciaországban a szakszervezetek hagyományosan fontos szerepe befolyásolja a vállalatirányítási modellt.

Vállalatok esetében a két vállalatirányítási struktúra az egyszintű és a kétszintű. Egyszintű vállalatkezelési struktúrában az igazgatótanács a legfőbb irányítási szerv, mely tagjai a vállalat igazgatói, menedzserei (executive directors) és független személyek (non-executive directors). Kétszintű struktúrában az igazgatótanács tagjai a vállalat igazgatói, menedzserei és ekkor menedzsment tanácsnak (management boardnak) is nevezik. Kétszintű vállalatkezelési struktúra esetében a felügyelő bizottság kötelező, mely tagjai független személyek. A kelet-közép-európai tőzsdei társaságok az országaik szabályozásától függően választhatnak, hogy egyszintű vagy kétszintű vállalatirányítási rendszerben működnek.

1.4. Vállalatirányítási elméletek

A főbb vállalatkezelési elméletek: az ügynök-elmélet vagy ügynök-megbízó elmélet (agency theory), a gondnokság-elmélet (stewardship theory), az erőforrás-függőségi elmélet (resource dependence theory) és az érintettek elmélete vagy érdekhordozói-elmélet (stakeholder theory). Az egyes elméletek más-más gondolkodnak az igazgatótanács szerepéről és így annak méretéről, összetételéről is.

Ügynökelmélet szerint az igazgatótanács legfőbb szerepe a menedzsment ellenőrzése (monitoringja) és a tulajdonosok érdekeinek a védelme. A cél a részvényesi érték maximalizálása. Az elmélet fő következtetése, hogy a független testületek biztosítják a részvényesi jogok védelmét. Az elmélet megalkotása Jensen és Meckling (1976) nevéhez kötődik.

Az érintett felek elmélete vagy érdekhordozói-elmélet (stakeholder theory) szerint az igazgatótanács szerepe az érintett felek (stakeholderek) érdekeinek a védelme. A részvényesi érték maximalizálása nem egyedüli cél, valamennyi érdekelt fél érdekeit egyformán védeni kell. Az elmélet megalkotása Freeman (1984, 2010) nevéhez kötődik.

A gondnoki elmélet (stewardship theory) szerint az igazgatótanács szerepe vezetői felhatalmazás és vezetői reputáció. A vállalati vezetés által ellenőrzött testület felhatalmazással rendelkezik, és felelősséggel kezeli a vállalati eszközöket. Az elmélet Donaldson és Davis (1991) nevéhez kötődik.

Az erőforrások függőségének az elmélete szerint az igazgatótanács legfőbb szerepe a testületek kiegészítése (kooptáció). Az erős külső kapcsolatokkal rendelkező igazgatótanács egy együttműködési mechanizmus a vállalatok számára a külső erőforrásokhoz való hozzáféréshez. Az elmélet a szociológiából alakult ki és Pfeffer és Salancik (1978) nevéhez köthető.

Bélyácz (2017) a vállalatirányítás diszfunkcionalitásáról értekezik. Bélyácz (2017) azt állítja, hogy a tulajdonos szerepe a vállalatirányításban relatívabbá vált, amikor a tulajdonos-vállalkozó modellt felváltotta a tulajdon és az ellenőrzés szétválásán alapuló reprezentatív irányítás. Bélyácz (2017) úgy véli, hogy a fenntarthatóan hatékony vállalatirányításnak vannak korlátai, és hangsúlyozza az igazgatótanács erkölcsi felelősségének fontosságát. Bélyácz (2017) a részvényesi értékmaximalizálás elvét hangsúlyozza az érdekeltek veszteségminimalizálásával szemben.

1.5. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács kapcsolata

Az ügynökelmélet a hangsúlyt a vállalat vezetőinek, menedzsereinek az ellenőrzésére helyezi. A vállalat vezetői az ügynökök (agent), míg a vállalat tulajdonosai, részvényesei a megbízók (principal). Ez az elmélet az irányítás (control) és tulajdonlás (ownership) szétválását azzal magyarázza, hogy a vállalat vezetői rendelkeznek szakértelemmel, ők irányítják a vállalatot, de jellemzően nem rendelkeznek tulajdonrészrel a vállalatban. A tulajdonosok viszont sem szakértelemmel nem rendelkeznek a vállalat irányításával kapcsolatban, sem nem tudnak

rálátni napi kormányzásra. Az igazgatótanács legfőbb feladata a tulajdonsok érdekeinek a védelme azáltal, hogy ellenőrzi (monitoring) a vállalat vezetését. Ennek az ellenőrzésnek a szükségessége abban érhető tetten, hogy informális aszimmetria létezik a megbízó és az ügynök között, az ügynökelmélet úgy véli a menedzserek önérdékkövetők.

A másik három elmélet szerint a vállalat vezetői a tulajdonosok érdekében cselekszenek, nincs ok feltételezni ennek ellenkezőjét. Kováts (2018) az ügynökelmélet és a gondnokság-elmélet összehasonlítása során hangsúlyozza a bizalom szerepét. Az ügynökelmélet szerint az ügynök kihasználja a kínálkozó alkalmat, hogy saját maga számára anyagi előnyt szerezzen a megbízó kárára. Ezt a megbízó csak úgy tudja megakadályozni, ha megfigyelési (monitoring) és ösztönzési rendszereket épít ki. Kováts (2018) szerint tehát az elmélet alapvetően a bizalmatlanságra épít. Kováts (2018) idézi Davis–Schoorman–Donaldson (1997) tanulmányát, miszerint az ügynökelmélet lényege a sebezhetőségek kizárása (unwillingness to be vulnerable). Kováts (2018) szerint viszont így az ügynökelmélet a bizalmatlanság intézményesítéséhez járul hozzá. A gondokelmélet viszont úgy véli az ügynökök nem önérdékkövetők és a megbízók érdekében járnak el. Az ügynök és a megbízó közt nincs alapvető érdekellentét, Kováts (2018) úgy véli ez összhangban van a közszférában dolgozó emberek motivációs elméleteivel. Davis–Schoorman–Donaldson (1997) úgy véli, hogy ez nem azt jelenti, hogy az ügynök minden körülmény között mindig a megbízó érdekében járna le, de szerintük csak bizonyos körülmények között válnak teljesen önérdékkövetőkké. Kováts (2018) azt írja, hogy „... az egyéni és közösségi célok ütközése esetén előnyben részesíthetők a közösségi célok, ha valaki számára az együttműködő magatartás nagyobb hasznossággal jár.” Ez a jelenség már inkább az érintettek elmélete esetében figyelhető meg.

1.6. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács mérete közötti kapcsolat
Elméleti megközelítés alapján az ügynök-elmélet inkább a kisebb méretű igazgatótanácsokat javasolja mivel úgy véli, hogy a nagyobb létszámú igazgatótanácsok nagyobb monitoring költséget eredményeznek. A másik három elmélet nem feltételezi azt, hogy a menedzserek nem a tulajdonosok érdekében járnának el, így a nagyobb méretű igazgatótanácsokat tartják megfelelőbbnek. A nagyobb igazgatótanácsok esetében a több területről származó szakemberek tudása előnyösebb döntéshozatalhoz vezet. Beiner és társai (2004) svájci vállalatok körében végzett kutatás alapján úgy vélik, hogy az igazgatótanács mérete önálló (független) vállalatkormányzási mechanizmusnak is tekinthető.

A nagyobb méretű igazgatótanács esetében a legfőbb kritika, hogy lassul a döntéshozatali mechanizmus, koordinációs és kommunikációs kudarcok alakulnak ki, a felelősségi területek is kevésbé egyértelműek. Nem is beszélve arról, hogy egy nagyobb méretű igazgatótanács

költségesebb is. Ugyanakkor a nagyobb méretű igazgatótanács nyilvánvalóan diverzifikáltabbak kor, gender, nemzetiség, szaktudás, ismeretek alapján. A diverzifikáltabb igazgatótanácsok sokkal érzékenyebbek a gazdasági vagy társadalmi problémák iránt és hatékonyabb döntésekre is képesek. A sokszínűség biztosítja a közösséghez való kötődést is. Nagyobb méretű boardok esetében a szakértelem is összeadódik, a munkaterhelés megoszlik és több személy tud betölteni pozíciókat bizottságokban.

Kisebb igazgatótanácsok előnyei között jelenik meg, hogy a tagság a kisebb méret miatt jelentőségteljesebbé válik, a felelősségvállalás egyértelműbb, a kisebb létszám miatt az igazgatótanács tagjai jobban magukénak érzik a testületet. Míg nagy méretű board esetén a lógás vagy klikkesedés is előfordulhat, kisebb méretű boardok esetén erre kevésbé jut lehetőség. Kevesebb lehet az a tag, aki majd nem vesz részt a gyűléseken vagy nem lesznek hangadó tagok, csoportok.

Az igazgatótanács méretét ugyanakkor meghatározza a vállalat mérete, az iparág típusa, a stratégiai igények és az üzleti ciklus szakasza mind-mind hozzájárulnak annak meghatározásához, hogy a vállalatnak hány igazgatósági tagra van szüksége ahhoz, hogy még mindig a legjobb teljesítményt nyújtsa. A vállalkozások idővel változnak, ezért folyamatosan értékelniük kell, hogy hány igazgatóra van valóban szükségük.

A szabályozás, illetve a gazdaság fluktuációja és bizonytalansága azt indokolja, hogy nagyobb méretű vállalatok inkább a nagyobb létszámú igazgatótanácsokat hozzanak létre. A nagyobb igazgatótanácsok általában sokszínűbben gondolkodnak és változatosabb perspektívákkal rendelkeznek, mint a kisebb létszámú igazgatótanácsok. A nagyobb igazgatótanácsok a szélesebb hálózati kapcsolatokkal rendelkeznek, például az ügyfelek, a hitelezők és a beszállítók felé. Nagyobb létszámú igazgatótanácsoknak nagyobb hozzáférésük van az iparági szakértőkhöz, például befektetési bankárokhoz, ügyvédekhez és tanácsadókhöz.

Ugyanakkor a mai igazgatótanácsok kisebb létszám esetén is jól működnek, sok sikeres vállalat igazgatótanácsa kisebb méretű. Azt tanácsolják, hogy a mai igazgatótanácsok jól teszik, ha először a sokszínűsége és a függetlensége összpontosítanak, és az igazgatótanácsi helyek számát kevésbé veszik figyelembe. Az igazgatótanácsok számának és összetételének mérlegelése során az igazgatótanácsoknak ki kell szolgálniuk a vállalkozások egyedi igényeit. Olyan nagyvállalatok példája is jó mutatja, hogy az igazgatótanács méretének csökkentése jó stratégia a sikeresség irányába, mint az Apple, Netflix, Toyota.

1.7. A vállalatirányítási elméletek és az igazgatótanács összetétele közötti kapcsolat Az igazgatótanács sokszínűségére, kellően nagy diverzitására előnyös jellemzőként tekintenek a kutatók. Az igazgatótanács sokszínűsége nem csupán az életkorra, fajra, nemre, képzettségre, háttérre, készségekre és tapasztalatra vonatkozik, hanem olyan kevésbé kézzelfogható tényezőkre is, mint a személyes meggyőződések és attitűdök. Tudományos tanulmányok és kutatási projektek azt mutatják, hogy szoros összefüggés van az igazgatótanácsok sokszínűsége, a pénzügyi teljesítmény és az értékteremtés között. A sokszínűség számos előnnyel jár az igazgatótanács számára. Ezek közé tartoznak: a jobb döntéshozatal, a tehetségek szélesebb köréhez való hozzáférés, jobb rálátás az ügyfelekre, a befektetői kapcsolatok javítása, erősebb vállalati hírnév, jobb minőségű vállalatirányítás.

A kutatók az igazgatótanács sokszínűségét előnyös tulajdonságnak tekintik. Az igazgatótanács sokszínűsége nemcsak az életkorra, fajra, nemre, képzettségre, háttérre, készségekre és tapasztalatra vonatkozik, hanem kevésbé kézzelfogható tényezőkre is, mint például a személyes meggyőződések és attitűdök. A tudományos tanulmányok és kutatási projektek szoros összefüggést mutatnak az igazgatótanács sokszínűsége, a pénzügyi teljesítmény és az értékteremtés között. Emellett a sokszínűség számos előnnyel jár az igazgatótanács számára. Ezek közé tartozik a jobb döntéshozatal, a tehetségek szélesebb köréhez való hozzáférés, a jobb ügyfélismeret, a jobb befektetői kapcsolatok, a jelentősebb vállalati hírnév és a jobb minőségű vállalatirányítás.

A befogadó és sokszínű igazgatótanácsok nagyobb valószínűséggel lesznek hatékony igazgatótanácsok. Az igazgatótanácsok sokszínűsége a globalizált gazdaságban a versenyelőny forrása, valamint a növekedés és az értékteremtés egyik fő támogatója. A PwC (PricewaterhouseCoopers) 2018-as éves vállalati igazgatósági felmérése szerint azonban az igazgatók értéket látnak a sokszínűségben, de megkérdőjelezik a sokszínűség megvalósításának motivációját. Ráadásul több mint felük azon a véleményen van, hogy az igazgatótanácsi sokszínűségre irányuló erőfeszítéseket a politikai korrektség vezérli.

Az igazgatótanácsi sokszínűséggel kapcsolatos kihívások az igazgatótanácson belülről és kívülről egyaránt érkeznek. Az igazgatótanács tagjainak nyitottan kellene viszonyulniuk a sokszínűséghez, és üdvözölniük kellene a sokszínűbb és heterogénebb igazgatótanácsot. A jó vállalatirányítás kulcsfontosságú összetevője, a sokszínűség a vezetőségek számára is kihívást jelent, amellyel számolni kell.

1.8. Az igazgatótanács mérete és a vállalat pénzügyi teljesítményét vizsgáló empirikus tanulmányok főbb eredményei

Az egyik legismertebb tanulmány Yermack (1996) tanulmánya, amelyben a szerző kimutatta, hogy az igazgatótanács mérete szignifikánsan negatív hatással van a vállalat teljesítményére, függetlenül attól, hogy a vállalat teljesítményét Tobin-Q-val vagy ROA-val mérik-e, OLS és fix hatású ökonometriai módszerekkel, amerikai adatokon. Később több kutató is megerősítette ezt a negatív hatást, például Vafeas (1999), Cheng et al. (2008), Coles et al. (2008) amerikai adatokkal, Bozec (2005) kanadai adatokkal, Conyon és Peck (1998) dán, holland, francia és olasz adatokkal, Bennendsen (2008) dán adatokkal, Eisenberg (1998) finn adatokkal, Postma et al. (2001) holland adatokkal, Loderer és Peyer (2002) svájci adatokkal, Beiner et al. (2004) szintén svájci adatokkal, Mak és Kusnadi (2005) és Haniffa és Hudaib (2006) malajziai adatokkal, valamint Mak és Kusnadi (2005) szingapúri cégszámokkal, Guest (2008) brit adatokkal, Nguyen et al. (2015) ausztrál adatokkal. Viszonylag kevés kutató elemezte azonban az igazgatótanács mérete és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolatot a közép-kelet-európai országok adatain.

Gugler et al. (2014) szignifikánsan pozitív kapcsolatot talált az igazgatótanács mérete és a Tobin-Q között a közép-kelet-európai országokban. Moscu (2013) nem szignifikáns pozitív kapcsolatot talált az igazgatótanács mérete és a vállalati teljesítmény között Romániában. Ionascu et al. (2018) nem szignifikáns negatív hatást talált az igazgatótanács mérete és a ROA között az OLS-modellben, és nem szignifikáns pozitív hatást fix hatású (fixed effects) modellben Romániában. Továbbá Ionascu et al. (2018) nem szignifikáns pozitív kapcsolatot talált a piaci és könyv szerinti érték aránya (market to book ratio) és az igazgatótanács mérete között. Dobija és Kravchenko (2017) a lengyel vállalatok körében nem szignifikáns negatív kapcsolatot talált az igazgatótanács mérete és a vállalati teljesítmény (ROE, ROA) között. Pintea et al. (2020) nem talált szignifikáns hatást a vállalatirányítási mutatóknak a pénzügyi teljesítménymutatókra ((ROE, ROA, EVA, TSR), de szignifikáns pozitív kapcsolatot a Tobin-Q esetében. Achim et al. (2015) a vállalatirányítás és a vállalati teljesítmény közötti kapcsolatot vizsgálta Romániában, és pozitív korrelációt talált a vállalatirányítás minősége és a vállalatok Tobin-Q-val mért piaci értéke között. Przybylowski et al. (2010) a független felügyelőbizottsági tagok szerepét vizsgálta a közép-kelet-európai országokban. A szerzők nem találtak bizonyítékot arra, hogy a felügyelőbizottsági tagok függetlensége növelné a vállalat hatékonyságát, de arra igen, hogy hosszú távon csökkentené az ügynöki költségeket és növelné a vállalat működésének biztonságát. Bistrova és Lace (2012) a vállalatirányításnak a vállalatok pénzügyi teljesítményére gyakorolt hatását vizsgálta a közép-kelet-európai országokban. A szerzők azt találták, hogy *"a legjobb CG minősítéssel rendelkező vállalatok*

átlag alatti nyereségességet (saját tőke megtérülése, nyereséghányad, működési cash flow a saját tőkére vetítve) és üzleti hatékonyságot (eszközforgalom) produkáltak". A szerzők továbbá azt találták, hogy a legrosszabb vállalatok (a legrosszabb vállalatirányítási mutatókkal rendelkező vállalatok) pénzügyi teljesítményükkel felülmúlták a többi vállalatot.

1.9. Az igazgatótanács összetétele és a vállalat pénzügyi teljesítményét vizsgáló empirikus tanulmányok főbb eredményei

Az igazgatótanács összetétele, diverzitása és a vállalati teljesítmény közötti elemzés hipotéziseinek kidolgozása a Terjesen, Sealy és Singh (2009) és Kirch (2018) által készített szakirodalmi áttekintéseken és javaslatokon alapul. Az erőforrás-függőségi, intézményi és ügynöki elméletek azzal érvelnek, hogy a nemek közötti sokszínűség miatt előnyös a vállalatok számára. Az erőforrás-függőségi elmélet (Pfeffer/Salancik 1978) szerint a női ügyvezetők új megközelítéseket hozhatnak a kommunikációba és az üzleti hálózatokba, vagy más előnyöket biztosíthatnak a vállalatok számára. A Bilimora (2000) által kidolgozott intézményi elmélet szerint a női igazgatótanácsi jelenlét azt jelzi, hogy a cég elismeri női alkalmazottainak magas teljesítményét. Az intézményi minőség e jelzésén túl azt is jelenti, hogy a vezetők kiválasztása kevésbé elfogult a nemek tekintetében, ami az igazgatótanács jobb minőségét indukálja. Az Aguilera, Filatotchev, Gospel és Jackson (2008) által alkalmazott ügynökelmélet (Fama–Jensen 1983) azt állítja, hogy az igazgatók nemek szerinti sokszínűsége jobban elősegítheti az igazgatótanács és a részvényesek közötti konfliktusok megoldását.

Több tanulmány is beszámol az igazgatótanács nemek sokszínűségének pozitív hatásáról a ROA-ra, például Carter et al. (2010) az Egyesült Államokra, Liu, Wei és Xie (2014) a kínai vállalatokra, Oostveen, Dam és Hermes (2014) 19 európai államra, Terjesen, Couto és Francisco (2015) pedig egy 47 országot tartalmazó globális mintára. Ciavarella (2017) az öt legnagyobb európai ország (Olaszország, Franciaország, Németország, Franciaország, Spanyolország, Egyesült Királyság) mintájában 2006 és 2016 között pozitív kapcsolatot dokumentál a vezetőtestületek esetében. Dang és Nguyen (2016) Franciaországra, Karayel és Dogan (2016) Törökországra vonatkozóan megerősítik a nemek sokszínűségének ezt a pozitív szerepét. Mások azonban nem találnak szignifikáns hatást a spanyol cégek (Gallego-Alvarez/García-Sánchez/Rodríguez-Dominguez (2010)) és az indonéziai tőzsdén jegyzett cégek (Darmadi 2013) esetében. A nem tőzsdén jegyzett vállalatokra vonatkozó kevés bizonyíték közül Daunfeldt és Rudholm (2012) a svéd adatok alapján két év elteltével negatív hatásokról számol be a ROA-ra. Az alternatív teljesítménymutatókat, például a saját tőke megtérülését (ROE) és az árbevétel megtérülését (ROS) általában robusztussági

ellenőrzésekhez alkalmazzák (a ROE-re gyakorolt pozitív hatást Lückerath és Rovers (2013), Karayel és Dogan (2016), Ayuso, Rodriguez, Garcia és Ariño (2007) találták.

Számos tanulmány negatív hatásokat mutatott ki a Tobin's Q-ra, az amerikai vállalatok (Adams/Ferreira 2009; Carter et al. 2010), az Egyesült Királyság vállalatai (Shehata/Salhin/Moataz 2017) vagy a norvég vállalatok (Ahren/ Dittmar 2012; Voß 2015) esetében. További eredmények is alátámasztják ezt a nézetet, például Dang és Nguyen (2016) a francia, Darmadi (2013) az indonéz, Abdullah (2014) pedig a malajziai tőzsdén jegyzett vállalatok esetében. Ugyanakkor európai (Oostveen/Dam/Hermes 2014) vagy globális szinten (Terjesen/Couto/ Francisco 2015) is vannak bizonyítékok az igazgatótanácsi nemek sokszínűségének pozitív hatásaira. Spanyolországban (Campbell/Mínguez-Vera 2008; Gallego-Alvarez et al. 2010) és Indiában (Jackling/Johl 2009) szintén pozitívnak tűnik a kapcsolat. Más európai országokban számos szerző nem talál szignifikáns összefüggést (Ciavarella 2017; Marinova/Plantenga/Remery 2015; Rose 2007).

Dunavölgyi (2016) áttekintést nyújt a nők és férfiak felsővezetői szerepéről szóló szakirodalomról. Dunavölgyi (2016) idézi Alvessont és Billinget (1997), akik keretrendszerben dolgoztak ki a női és férfi felsővezetők közötti kapcsolat elemzésére. A négy dimenzió az etikai/politikai megfontolások, a nemek közötti hasonlóságok hangsúlyozása, a nemek közötti különbségek hangsúlyozása és a szervezeti hatékonyság hangsúlyozása. A négy megközelítés az esélyegyenlőség, az alternatív értékek, a meritokrácia és a különleges hozzájárulás. Dunavölgyi (2016) alapfogalmakat, definíciókat mutat be az alábbiakban. A nem koncepciója (Broadbridge - Hearn, 2008), a nem, mint gender fogalom (Unger, 1979; Calás - Smircich, 1996; Archer - Lloyd, 2002; Powell - Graves, 2003; Lippa, 2005), a nemi sztereotípiák (Gherardi, 1994; Kite et al., 2008) és a nemi szerepek (Eagly et al., 2000; Wood - Eagly, 2010) vonatkozásában definiál fogalmakat. Dunavölgyi (2016) áttekinti a női vezetői kultúrával, mint komparatív előnnyel, a vezetés ideális összetételével, a meritokráciával és az esélyegyenlőség akadályaiival kapcsolatos szakirodalmat.

A közép-kelet-európai régióban csak kevés kutatást végeztek a nők vezetői szerepéről. A *Journal of East European Management* (2020) különszámában hasonló tanulmányok eredményeit mutatja be. Lipovka és Buzady (2020) a nemi sztereotípiákat vizsgálja a vezetőkkel kapcsolatban a közép-kelet-európai és közép-ázsiai régióban. Wiczorek-Kosmala (2020) elemzi a lengyel vállalatok női képviselőit az igazgatótanácsokban és felügyelőbizottságokban, valamint a kockázatkezelési gyakorlatot. Frankiene et al. (2020) áttekinti a nők politikai képviselőit a helyi önkormányzatokban Litvániában. Griessbach és

Ettl (2020) a vállalkozói ökoszisztémát és annak a női vezetőkre gyakorolt hatását elemzi Grúziában. Stan (2020) a Forbes 50 legbefolyásosabb romániai női vállalati vezetőjének időbeosztási gyakorlatát vizsgálja. Ainsaar és munkatársai (2020) a női önkormányzati képviselők befolyását vizsgálják a gyermekbarát policyk végrehajtására a 2009-es gazdasági válság idején Észtországbán. Tokbaeva (2020) a női cégtulajdonosok és vezetők szerepét elemezi a 2000-es évek elején és a 2010-es években Kirgizisztánban.

1.10. A női vezetők részarány növeléséről alkotott általános vélemény

Általánosan elfogadott nézet, hogy több nő a vállalati igazgatótanácsokban kedvező a cégek számára. A By Women's Leadership Foundation például összefoglalja, hogy a nők milyen értékeket hozhatnak az igazgatótanácsokba. Úgy vélik, hogy *"azok a testületek, amelyeknek egynél több nő van a testületében, jobban teljesítettek, mint a kizárólag férfiakból álló testületek"*. *"Az adatok jó okokkal érvelnek amellett, hogy a nők bekerüljenek a vállalati igazgatótanácsokba. Azok a globális vállalatok, amelyek igazgatótanácsában több mint egy nő van, jobban teljesítenek, mint azok, amelyekben nulla nő van."* Phillips (2014) megemlíti, hogy az innovációra képes csapatok vagy szervezetek kialakításához sokszínűnek kell lenniük. Phillips (2014) azt írja, hogy *"a sokszínűség fokozza a kreativitást. Ösztönzi az újszerű információk és perspektívák keresését, ami jobb döntéshozatalt és problémamegoldást eredményez"*.

Az Európai Unió továbbá arra ösztönzi tagállamait, hogy nemzeti jogszabályaikban vezessenek be kvótaszabályozást. Ahern (2012) összefoglalja, hogy a nemek közötti egyenlőség az irányítási kódexben (Gender equality in governance code) 2004-től létezik Svédországban, 2008-tól Dániában, 2006-tól Spanyolországban, 2009-től Ausztráliában, Belgiumban, Németországban, Luxemburgban, Norvégiában és az Egyesült Államokban, 2010-től Ausztriában, Finnországban, Franciaországban, Hollandiában, Lengyelországban és az Egyesült Királyságban. Kötelező kvóta van Belgiumban (33%), Finnországban (40%), Franciaországban (40%), Izlandon (40%), Olaszországban (30%), Hollandiában (33%), Norvégiában (40%) és Spanyolországban (40%). Közép-Kelet-Európa egyedülálló a vezető beosztású nők és a női foglalkoztatás tekintetében. A második világháborút követően ezek az országok szocialista rendszer alatt álltak és az ideológia részeként a nemek közötti egyenlőség az 1940-es évek végétől kezdve napirenden volt. A fejlett gazdaságokban a gender-kutatásnak hatalmas irodalma van, de Rybnikova (2018) szerint a kelet-közép-európai gender szakirodalom viszonylag hallgat az egyedülálló nemi viszonyok szervezeti és vezetési következményeiről.

2. A felhasznált módszerek

A disszertáció empirikus része két olyan tanulmányra épül, melyek megjelentek szakfolyóiratban. Az első tanulmányban a szerző az igazgatótanács méretének a vállalati pénzügyi teljesítményre gyakorolt hatását vizsgálja, míg a másodikban az igazgatótanács összetételének hatását a pénzügyi teljesítményre.

Az adatbázis a 300 legnagyobb piaci kapitalizációjú kelet-közép-európai tőzsdén jegyzett vállalatokat tartalmazza, a pénzügyi és szolgáltató szektor vállalatai kivételével. A pénzügyi és vállalatirányítási adatok 2017 nyarán lettek letöltve a Budapesti Corvinus Egyetemen található Bloomberg terminál segítségével. Az igazgatótanácsra és felügyelő bizottságra vonatkozó adatokat (létszám, ezen belül női igazgatók létszáma) a szerző saját maga gyűjtötte a vállalati éves jelentésekből. Mind a pénzügyi, mind a vállalatirányítási adatok éves adatok és a 2006-2016 közötti időszakot fedik le.

Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a szerző két ökonometriai módszert alkalmazott: fix hatású panel-regressziós módszer és dinamikus ún. GMM típusú panel-regressziós módszer.

Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében az alkalmazott ökonometriai módszerek: fix hatású panel-regressziós módszer, G2SLS típusú instrumentális változók (IV) regressziós módszer. Egyes magyarázó változók előre jelzett értékeinek becsléséhez probit modell alkalmazása.

Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében az eredményváltozók: Tobin-Q, a piaci érték és könyv szerinti érték hányados (market to book ratio), a teljes részvényesi hozam (total shareholder return), ROA (eszközarányos nyereség).

Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a két eredményváltozó: Tobin-Q és ROA.

Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a főbb magyarázóváltozók, melyek hatásai és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolat a regressziós modellek fő célja: az igazgatótanács méretének természetes logaritmus (a méret itt a létszámot jelenti), az igazgatótanács mérete szorozva a cégmérettel ún interakciós regresszor (itt a cégméret az mérlegfőösszeg természetes alapú logaritmus), a felügyelő bizottság létszámnak az aránya a felügyelő bizottság és igazgatótanács létszámának összegéhez viszonyítva.

Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a főbb magyarázóváltozók, melyek hatásai és a pénzügyi teljesítmény közötti kapcsolat a regressziós modellek fő célja: a női igazgatók aránya (WOMB és WOSB), a női igazgatók száma (WM, WS) a menedzsment boardban és felügyelő bizottságban (supervisory board). A női igazgatók száma esetében egynél, kettőnél vagy háromnál több női igazgató van a vállalati boardokban. Valamint, hogy egyáltalán női vezető van-e a vállalati boardokban.

3. Az értekezés eredményei

3.1. Kutatási hipotézisek az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében

Az igazgatótanács méretét elemző tanulmány elsődleges kutatási kérdése az, hogy az igazgatótanács mérete hogyan befolyásolja a vállalat teljesítményét. Ebben a kutatásban a szerző a következő hipotéziseket állítja fel. Az első hipotézis (H1) szerint negatív kapcsolat várható az igazgatótanács mérete és a cég piaci típusú teljesítménymutatói között. A második hipotézis (H2) szerint pozitív kapcsolat várható az igazgatótanács mérete és a vállalat operatív működését kifejező teljesítménymutatói között. A harmadik hipotézis (H3) azt állítja, hogy a páronkénti korreláció alapján pozitív kapcsolat várható a külső igazgatósági tagok (external directors) aránya és a vállalati piaci típusú teljesítménymutatói között. A negyedik hipotézis (H4) azt állítja, hogy negatív kapcsolat várható a külső igazgatósági tagok (external directors) aránya és a vállalat működési teljesítménymutatói között. Az ötödik hipotézis (H5) Guest (2008) tanulmánya alapján, az igazgatótanács méretének és a vállalat méretének interaktív kifejezéssel való szorzata alapján az igazgatótanács mérete pozitív hatással van a vállalat teljesítményére, ez az interaktív kifejezés azonban negatív hatással van a vállalati teljesítményre.

3.2. A kapott eredmények értelmezése Az igazgatótanács méretének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében

A kutatás fő eredményei azt mutatják, hogy az igazgatótanács szignifikáns pozitív hatással van mind a piaci, mind az operatív teljesítménymutatókra. Ez a hatás azonban korlátozott, amit az igazgatótanács mérete és a vállalat mérete közötti interakciós kifejezés szignifikáns negatív előjele mutat. A vállalat teljesítménye nem javulhat, ha az igazgatótanács mérete a vállalat méretével együtt növekszik. A dinamikus panelregressziós modellekben a külső igazgatósági tagok aránya szintén pozitív hatással van a vállalat teljesítménymutatóira, és ez a hatás szignifikáns a Tobin-Q és a piac érték és könyv szerinti érték hányados esetében. Az igazgatótanács mérete és a készpénz közötti interakciós kifejezés ugyanolyan hatással van a vállalat teljesítményére, mint a külső igazgatósági tagok aránya. Ezek az eredmények azt jelzik, hogy a nagyobb készpénzállomány fegyverező hatással lehet az igazgatótanácsra.

A hipotézisek tesztelése során a H1 nem igazolódik, a H2 viszont igen. Az egyéni vállalati jellemzőknek a fix hatású (fixed effects) vagy a dinamikus panelregressziós modellekben történő kontrollálása esetén az igazgatótanács méretének a vállalat piaci teljesítményére gyakorolt hatása ellentétes, mint ahogyan azt a páronkénti korrelációk jeleznék. A vállalat operatív működését mérő mutatószámok esetében ez az egyéni vállalati jellemző nem számít. A H3 csak a dinamikus regressziós modellekben van alátámasztva, de a H4-et elvetjük. Továbbá a külső igazgatói arány mindkét regressziós technika szerint pozitív hatással van a vállalat operatív működési teljesítményére. A H5-öt mindkét regressziós technika alátámasztja.

Az országok esetében a dinamikus panelregressziós modellek azt mutatják, hogy bolgár, cseh és lengyel vállalatok igazgatótanácsa pozitívan befolyásolja a pénzügyi teljesítményt. Ezzel szemben Magyarország esetében a hatás ellentétes. Szignifikáns hatás azonban csak Bulgáriában és Lengyelországban figyelhető meg. Továbbá, az empirikus eredmények szerint a magyar vállalatok számára kedvező a nagy igazgatótanács, de a hatás nem szignifikáns. A nagy igazgatótanácsok Bulgária, Csehország és Lengyelország esetében negatívan hatnak a pénzügyi teljesítményre, de ez a hatás csak Bulgária és Lengyelország esetében szignifikáns.

A külső igazgatók aránya a bolgár és a cseh vállalatok esetében pozitív, a magyar és a szlovák vállalatok esetében viszont negatív hatással van a pénzügyi teljesítményre. Ezek a hatások azonban nem szignifikánsak. Az eredmények szerint a nagy felügyelőbizottságok kedvezőek a magyar és a lengyel cégek számára, de a cseh és a szlovák cégek számára inkább az kisebb méretűek. A nagy készpénzállomány igazgatótanácsra gyakorolt fegyelmező hatása kimutatható cseh, lengyel és szlovák cégek esetében.

3.3. Kutatási hipotézisek Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében

Az első hipotézis (H1) szerint minél nagyobb a női vezetők aránya a cégek igazgatótanácsában, annál jobb a pénzügyi teljesítményük. Az eredmények alapján el lett fogadva.

A második hipotézis (H2) szerint minél nagyobb a női vezetők aránya a cégek felügyelő bizottságában, annál jobb a pénzügyi teljesítményük. Nem lett elfogadva.

A harmadik hipotézis (H3) szerint az új női vezető kinevezésének az esélye annál nagyobb, ha

- a) megelőzően a cég pénzügyi teljesítménye gyengébb volt, (elfogadva)
- b) az igazgatóságokban korábban a nemek közötti sokfélesége magasabb, (elfogadva)
- c) az igazgatóságokban megelőzően a nemi sokféleség ágazati átlaga magasabb. (elfogadva)

3.4. A kutatási eredmények értelmezése Az igazgatótanács összetételének hatása a vállalati pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében

Az igazgatótanács összetételének hatása a pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a kutatás célja annak vizsgálata, hogy a női vezetők száma javítja vagy rontja a vállalati teljesítményt Közép-Kelet-Európában. A hasonló kutatások eredményei alapján a hatás nem egyértelmű.

Az igazgatótanács összetételének hatása a pénzügyi teljesítményre című tanulmány esetében a legfőbb eredmények a következők. A női igazgatók számának növekedése az igazgatótanácsban javítja a cégek pénzügyi teljesítményét, az igazgatóságok nemi sokfélesége értéket teremt. Ugyanakkor a közép-kelet-európai cégek esetében megfigyelhető az üvegszikla (glass cliff) jelenség, a cégek rossz pénzügyi teljesítménye előre vetíti a női igazgatók kinevezését. Ezen kívül a női igazgatók arányának a megelőző évi szektoriális átlagtól való magasabb aránya az igazgatótanácsban növeli a nők kinevezések az esélyét. A nők nagyobb aránya a felügyelő bizottságban ugyanakkor nem gyakorol hatást a kinevezésekre, az eredmények alapján nincs szignifikáns kapcsolat az új női bizottsági tagok kinevezése és a múltbeli pénzügyi teljesítmény között. A felügyelő bizottságok női tagjainak szektoriális átlaga és az igazgatótanácsok női vezetőinek céges átlaga szignifikánsan pozitívan hat a női igazgatók kinevezésére. Így a nőket támogató vállalati környezet pozitívan befolyásolja a női igazgatók felügyelő bizottságba való kinevezését.

Az empirikus eredmények alapján a következő kutatási kérdésekre kaptunk válaszokat.

A női vezetők növelik vagy csökkentik a cég teljesítményét?

Az empirikus eredmények alapján azt lehet mondani, hogy a nők jelenléte az igazgatótanácsban szignifikánsan pozitívan hat a ROA mutatóra, az igazgatóságok nemi sokfélesége értéket teremt. Ez a H1 hipotézist támasztja alá.

Mi befolyásolja a női és férfi vezetők kinevezését az igazgatótanácsokban?

A cégek rossz pénzügyi teljesítménye előre vetíti a kinevezéseket az üvegszikla jelenség révén. H3/a alátámasztása.

A női vezetőknek az igazgatóságokban való megelőző évi ágazati átlagtól való magasabb aránya növeli a nők kinevezések esélyét. H3/b alátámasztása.

A nők nagyobb aránya a felügyelő bizottságban nem gyakorol hatást a kinevezésekre, ami nem támasztja alá a H3/c hipotézist.

A monitoring tevékenység esetén számít a nemi diverzitás?

Csak akkor számolhatunk be nem robusztus eredményekről a magasabb ROA tekintetében a különféle felügyeleti bizottságok jobb monitoring tevékenysége révén, ha nem feltételezzük, hogy nincs endogenitás a cég múltbeli teljesítménye és a felügyelőbizottságok nemi sokfélesége között, és nincs bizonyíték a Tobin-Q esetében. Ez nem igazolja teljes mértékben a 2. hipotézist.

Létezik az üveg szikla jelenség a felügyelő bizottságokban?

Nem találtunk szignifikáns kapcsolatot az új női bizottsági tagok kinevezése és a múltbeli pénzügyi teljesítmény között. Ez nem támasztja alá a felügyelő bizottságra vonatkozó H3 a) hipotézist. A felügyelő bizottságok női tagjainak szektoriális átlaga és az igazgatótanácsok női vezetőinek céges átlaga szignifikánsan pozitívan hat a női igazgatók kinevezésére. Így a nőket támogató vállalati környezet pozitívan befolyásolja a női igazgatók felügyelő bizottságba való kinevezését. A H3 b) és H3 c) hipotézis el lett fogadva.

A fix hatású és IV regressziók eredményei országok esetében

A fix hatású és az IV regressziók megismétlése után a következő eredményeket kapjuk. A ROA mint eredményváltozó esetében a nők aránya az igazgatótanácsban (WOMB) és a nők száma (WM) pozitív hatással van a vállalat teljesítményére Magyarország és Szlovákia esetében, de negatív Bulgáriában, Csehországban, Lengyelországban és Romániában. Az IV regresszió esetében a WOMB előjelének negatívról pozitívrá történő változása ugyanúgy megfigyelhető, mint a teljes adatbázis esetében. A Tobin-Q mint eredményváltozó esetében a nők aránya az igazgatótanácsban (WOMB) és a nők száma (WM) pozitív hatással van a vállalat teljesítményére Bulgária, Magyarország, Lengyelország és Románia esetében, de negatív Csehország esetében. Az IV regresszió futtatásakor a WOMB előjelének negatívról pozitívrá történő változása figyelhető meg, de Csehország esetében ez a változás pozitív, Bulgária és Lengyelország esetében negatív.

A ROA mint eredményváltozó esetében a nők aránya a felügyelőbizottságban (WOSB) pozitív hatással van a vállalat teljesítményére Magyarország, Lengyelország és Szlovákia esetében. Ezzel szemben a nők száma (WS) Csehország és Lengyelország esetében pozitív hatással van a vállalati teljesítményre. Az IV regresszió esetében a WOSB előjelének negatívról pozitívrá történő változása figyelhető meg Lengyelország és Románia esetében, de ez a változás negatív a Csehország esetében.

A Tobin-Q mint eredményváltozó esetében a nők aránya a felügyelőbizottságban (WOSB) csak magyar vállalatok esetében van pozitív hatással a teljesítményre. A nők száma (WS) csak Magyarországon és Romániában van pozitív hatással a vállalati teljesítményre. Az IV

regresszió esetében a WOMB előjelének negatívról pozitívrá történő változása csak a teljes adatbázis esetében figyelhető meg.

A ROA mint eredményváltozó esetében a nők jelenléte az igazgatótanácsban (DM) csak Szlovákia esetében van pozitív hatással a vállalati teljesítményére. A nők jelenléte a felügyelőbizottságban (DS) pozitív hatással van a vállalati teljesítményre Bulgária, Csehország, Magyarország és Lengyelország esetében. A Tobin-Q mint függő változó esetében a nők jelenléte az igazgatótanácsban (DM) pozitív hatással van a vállalati teljesítményre Bulgária, Magyarország és Románia esetében. A nők jelenléte a felügyelőbizottságban (DS) pozitív hatással van a vállalati teljesítményre Lengyelország és Románia esetében.

4. Főbb hivatkozások

Abdullah, S. (2014): The causes of gender diversity in Malaysian large firms, in: *Journal of Management & Governance*, 18(4): 1137–1159. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9279-0>.

Achim, M.V. (2015): Corporate governance and business performance: Evidence for the Romanian economy, March 2015 *Journal of Business Economics and Management*, DOI:10.3846/16111699.2013.834841

Ahern, K. –Dittmar, A. K. (2012): The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1): 137-197.

Adams, R. –Ferreira, D. (2009): Women in the boardroom and their impact on governance and performance, in: *Journal of Financial Economics*, 94(2): 291-309.

Aguilera, R.V. – Filatotchev, I. – Gospel, H. – Jackson, G. (2008): An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities, *Organization Science*, 19(3), May-June: 475-492.

Ahern, K. –Dittmar, A. K. (2012): The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1): 137-197.

Ainsaar, M. – Soo, K. – Toomla, R. (2020): Do women in power avoid making cuts to child welfare during an economic recession?, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Alvesson, M. – Billing, Y. D. (1977): *Understanding Gender and Organization*. Thousand Oaks: Sage Publication

Archer – Lloyd (2002): *Sex and Gender*. Cambridge: Cambridge University Press

Ayuso, S. – Argandoña, A. (2007): Responsible Corporate Governance: Towards a Stakeholder Board of Directors?, IESE Business School Working Paper No. 701., Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1349090> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1349090>

Bedő, Zs. (2011): A kontextusba helyezett vállalatkormányzás, *VEZETÉSTUDOMÁNY*, XLII. ÉVF. 2011. 7–8. SZÁM / ISSN 0133-0179

Beiner, S. – Drobetz, W. – Schmid, F. – Zimmermann, H. (2004): Is board size an independent corporate governance mechanism? *Kyklos*, 57: 327-356, Online: http://www.nccr-finrisk.uzh.ch/media/pdf/wp/WP089_8.pdf

Bennedsen, M. – Kongsted, H. C. – Nielsen, K. M. (2008): The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms, *Journal of Banking & Finance*, 32: 1098-1109, Online: http://www.kaspermeisnernielsen.com/BS_JBF.pdf

Bélyácz, I. (2017): Túlélő kiúttalanságok a vállalatirányításban (Kritikus értekezés a vállalatkormányzás gyengeségeiről), *Köz-gazdaság*, 12. évfolyam, 2. szám/2017

Bistrova, J. – Lace, N. (2012): Corporate Governance Influence on Firms' Financial Performance in CEE Countries, DOI:10.3846/bm.2012.002

Bilimora, D. (2000): Building the baseness case for women corporate directors. In Ronald Burke and Mary Mattis (editors), in: *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities*, Dordrecht: Kluwer: 25-40.

Bozec, R. (2005): Boards of directors, market discipline and firm performance, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 1921-1960, Online: https://www.researchgate.net/publication/4991542_Boards_of_Directors_Market_Discipline_and_Firm_Performance

Broadbridge, A. – Hearn, J. (2008): Gender and management: New directions in research and continuing patterns in practice. *British Journal of Management*: p. 38-49.

By Women's Leadership Foundation, <https://www.womensleadershipfoundation.org/why-women-on-boards>

Calás, M.B. – Smircich, L. (1996): From “the woman’s” point of view: feminist approaches to organization studies, in: *The SAGE handbook of organization studies*, edited by Stewart R. Clegg et al., 1996 SAGE, London, ISBN-10 0761951326

Campbell, K. – Mínguez-Vera, A. (2008): Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. in: *Journal of Business Ethics*, 83(3): 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>.

Carter, D. A. – D'Souza, F. – Simkins B.J. – Simpson, W.G. (2010): The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance, in: *Corporate Governance: An International Review*, 18(5): 396-414. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x

Carter, D. A. – Simkins, Betty, J. – Simpson, W. Gary (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value, *The Financial Review*, 38: 33—53, Online: <https://pdfs.semanticscholar.org/9921/3885858e727cc548f4e929573c3e1eab2dee.pdf>

- Cheng, S. – Evans III J. H. – Nagarajan, N. (2008): Board size and firm performance: the moderating effects of the market for corporate control, *Review of Quantitative, Finance and Accounting*, 31(2):121-145, Online:
https://www.researchgate.net/publication/5157788_Board_Size_and_Firm_Performance_The_Moderating_Effects_of_the_Market_for_Corporate_Control
- Ciavarella A. (2017): Board diversity and firm performance across Europe. in: CONSOB Working Papers, 85, 36. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3084114>
- Coles, J. L. – Daniel, N. D., – Naveen, L. (2008): Boards: Does one size fit all?, *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329-356, Online:
<https://media.terry.uga.edu/documents/finance/daniel.pdf>
- Conyon, M. J. – Peck, S. I. (1998) Board size and corporate performance: Evidence from European countries, *The European Journal of Finance*, 4: 291-304., Online:
https://www.researchgate.net/publication/24080646_Board_Size_and_Corporate_Performance_Evidence_From_European_Countries
- Dang, R. – Nguyen D.K. (2016): Does Board Gender Diversity Make a Difference? New Evidence from Quantile Regression Analysis, in: *International Management*, 20(2): 95-106.
- Darmadi, S. (2011): Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence, in: *Corporate Ownership and Control*, 9: 524–539.
- Daunfeldt, S.-O. – Rudholm, R. (2012): Does Gender Diversity in the Boardroom Improve Firm Performance?, Department of Economics, Borlänge, Sweden
- Davis, J. H. – Schoorman, F. D. – Donaldson, L. (1997) “Toward a Stewardship Theory of Management”, in *Academy of Management Review*, vol. 22, no. 1, pp. 20-47.
- Dobija, D. – Kravchenko, G. (2017): Supervisory Board Composition and Firm Financial Performance: A Case of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange, *Journal of Management and Business Administration, Central Europe*, 25(4):75–95, Online:
<https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/jmbace.2017.25.issue-4/jmba.ce.2450-7814.208/jmba.ce.2450-7814.208.pdf>
- Donaldson, L. – Davis, J. H. (1991) “Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns”, in *Australian Journal of Management*, vol. 16, pp. 49-64.
- Dunavölgyi M. (2016): Women and Men in Senior Management – Key Recurring Themes and Questions, *VEZETÉSTUDOMÁNY*, XLVII. ÉVF. 2016. 5. SZÁM / ISSN 0133-0179
- Eagly, A. H. et al. (2000): Social role theory of sex differences and similarities: a current appraisal. in: T. Eckes – H. Trautner (eds.): *The Developmental Social Psychology of Gender*: p. 23-174.
- Eisenberg, Th. – Sundgren, S. – Wells, M. T. (1998): Larger board size and decreasing firm value in small firms, Cornell Law Faculty Publications, 4-1998, Online:
<https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1403&context=facpub>
- Fama, E. F. – Jensen, Michael C. (1985) Organizational Forms and Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*, 14, 101-119.

Frankiene, I. – Sidlauskiene, V. – Juknevičienė, V. – Blaciūnas, S. – Mejerė, O. (2020): Women's political representation at local self-government in Lithuania: the case of mayors, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Freeman, E. R. (1984) *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, London: Pitman.

Freeman, E. R. (2010) *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, reprinted, New York: Cambridge University Press.

Gallego-Alvarez, I. – García-Sánchez I.M. – Rodríguez-Dominguez L. (2010): The influence of gender diversity on corporate performance, in: *Spanish Accounting Review, Revista de Contabilidad*, 13, 1, 53-88. [https://doi.org/10.1016/S1138-4891\(10\)70012-1](https://doi.org/10.1016/S1138-4891(10)70012-1).

Gherardi, S. (1994): The gender we think, the gender we do in our everyday organizational lives, *Human Relations*: p. 591-610.

Griessbach, L. – Ettl, K. (2020): The entrepreneurial ecosystem and its impact on female managers in transition economies: The case of Georgia, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Gugler, Klaus – Ivanova, Natalia – Zechner, Josef (2014): Ownership and control in Central and Eastern Europe, *Journal of Corporate Finance*, 26: 145-163, online: https://www.wu.ac.at/fileadmin/wu/d/i/iqv/Gugler/Artikel/giz_jcf.pdf

Guest, P. M. (2009): The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK, *The European Journal of Finance*, 15(4): 385-404, Online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2118221

Haniffa, R. – Hudaib, M. (2006) Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33:1034-1062, Online: https://www.researchgate.net/publication/4991576_Corporate_Governance_Structure_and_Performance_of_Malaysian_Listed_Companies

Hermalin, B. E. – Weisbach, M. S. (2003): Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review* 9: 7–26, DOI: 10.3386/w8161

Ionascu, M. – Ionascu, I. – Sacarin, M. – Minu, M. (2018): Women on Boards and Financial Performance: Evidence from a European Emerging Market, *Sustainability*, 10(5), Online: https://res.mdpi.com/sustainability/sustainability-10-01644/article_deploy/sustainability-10-01644.pdf?filename=&attachment=1

Jackling, B. – Johl, S. (2009): Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies, in: *Corporate Governance: An international Review*, 17, 4, 492-509. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x

Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976) "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency cost and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-350.

Karayel, M. – Dogan, M. (2016): Board Composition and Firm Performance: Evidence from BIST 100 Companies in Turkey, in: *Economics and Applied Informatics*, 2, 33-40.

Kirsch, A. (2018): The gender composition of corporate boards: A review and research agenda, *The Leadership Quarterly* 29 (2): 346-364.

Kite et al. (2008): Gender stereotypes. in: Denmark, F. (2008): *Psychology of Women: A Handbook of Issues and Theories*. London: Praeger: p. 205-236.

Kováts, G. (2018): A sokszínű bizalom, *Educatio* 27 (4), pp. 531–547 (2018), DOI: 10.1556/2063.27.2018.001

Lipovka, A. – Buzady, Z. (2020): Gender stereotypes about managers: a comparative study of Central-Eastern-European and Central Asia, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue, 1. Edition 2020*, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Lippa, R. (2005): *Gender, Nature, and Nurture*. Mahwah, NJ.: Erlbaum

Lipton, M. – Lorsch, J.W. (1992): A Modest Proposal Improved Corporate Governance, *The Business Lawyer*, 48(1): 59-77, Online: https://www.jstor.org/stable/pdf/40687360.pdf?seq=1#page_scan_tab_contents

Liu, Y., Wei, Z. – Xie, F. (2014): Do women directors improve firm performance in China?, in: *Journal of Corporate Finance*, 28: 169-184.

Loderer, C. – Peyer, U. (2002) Board overlap, seat accumulation and share prices, *European Financial Management*, 8: 165-192, Online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273465

Lückerath-Rovers, M. (2013): Women on boards and firm performance, in: *Journal of Management & Governance*, 17, 2, 491-509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>.

Mak, Y. T. – Kusnadi, Y. (2005) Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 301-318, Online: https://www.researchgate.net/publication/4910367_Size_Really_Matters_Further_Evidence_on_the_Negative_Relationship_Between_Board_Size_and_Firm_Value

Marinova, J. – Plantenga, J. – Remery, C. (2015): Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms, in: *The International Journal of Human Resource Management*, 27, 15, 1777-1790. <https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>

- Moscu, R.G. (2013): The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Romania, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), Online: <http://hrmars.com/admin/pics/1523.pdf>
- Nguyen, P. R. – Nahid, T. & Alex – Zhao, R. (2015). Board Size and Firm Value: Evidence From Australia, No. 182, Working Paper Series from Finance Discipline Group, UTS Business School, University of Technology, Sydney, Online: https://www.researchgate.net/publication/282540543_Board_size_and_firm_value_evidence_from_Australia
- Oostveen, B. Van – Dam, L. – Hermes, N. (2014): Women on Boards of Directors and Firm Performance: Does Culture Matter?, in: *Journal of Management and Governance*, 17, 2, 1-19, online: https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2014-Rome/papers/EFMA2014_0448_fullpaper.pdf
- O’Sullivan, M. (2000): Contest for corporate control. in: *Corporate governance and economic performance in the United States and in Germany*. Oxford University Press, Oxford
- Powell, G.N. – Graves, L.M. (2003): *Women and Men in management*, SAGE Publications
- Pfeffer, J. – Salancik, G. R. (1978) *The External Control of Organizations. A Resource Dependence Perspective*, New York: Harper & Row.
- Pintea, M.O. – Pop, A.M. – Gavriletea, M.D. (2020): Corporate governance and financial performance: evidence from Romania, *Journal of Economic Studies*, 48(8):1573-159, DOI:10.1108/JES-07-2020-0319
- Postma, Th.J.B.M. – van Ees, H. – Sterken, E. (2001): Board composition and firm performance in the Netherlands, *Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association, 29(1):41-58, Online: https://www.researchgate.net/publication/4868346_Board_Composition_and_Firm_Performance_in_The_Netherlands
- Przybylowski, M. – Aluchna, M. – Zamojska, A. (2010): Role of independent supervisory board members in Central and Eastern European countries, *International Journal of Disclosure and Governance*, 8 (1), DOI:10.1057/jdg.2010.7
- PwC’s 2018 Annual Corporate Directors Survey: The Evolving boardroom, Signs of change, <http://www.insurance.ca.gov/diversity/41-ISDGBD/GBDEExternal/upload/pwc-annual-corporate-directors-survey-2018-2.pdf>
- Rose, C. (2007): Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence, *Corporate Governance: An International Review*, 15, 2, 404-413. Blackwell Publishing Ltd, ISSN 1467-8683, doi <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>.
- Rybnikova, I. (2018): How has the transformation of economies and societies in Central and Eastern Europe contributed to the discussion on gender in management?, *Journal of East European Management Studies*, 23, 4, 713-720. ISSN print: 0949-6181, ISSN online: 0949-6181, doi <https://doi.org/10.5771/0949-6181-2018-4-713>
- Stan, O. M. (2020): Sticking to the script: women managers just do it all, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-

8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Terjesen, S. – Couto E.B. – Francisco, P.M. (2015): Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity, *Journal of Management & Governance*, 20, 3, 447-483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>.

Terjesen, S. – Sealy, R. – Singh, V. (2009): Women directors on corporate boards: A review and research agenda, in: *Corporate Governance*, 17, 3, 320-337. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x.

Tokbaeva, D. (2020): Female founders in post-socialist contexts: A case study of female founders and owners of media businesses in Kyrgyzstan, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Unger (1979): Toward a redefinition of sex and gender. *American Psychologist*: 1085-1094.

Vafeas, N. (1999): Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 53:113-142, Online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X99000185>

Voß, J. (2015). The impact of gender diverse boards on firm financial performance in Norway, University of Twente

Weisbach, M.S. – Hermalin, B.E. – Adams, R. (2008): The role of the Board of Directors in corporate governance: A conceptual framework and study, *Journal of Economic Literature* 48(1): 58-107, DOI: 10.3386/w14486

Wieczorek-Kosmala, M. (2020): Female representation in management and supervisory boards and risk management practices: evidence from Poland, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Wintoki, M.B. – Linck, J.S. – Netter, J.M. (2012): Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 105, 3, 581-606.

Wood, W. – Eagly, A. (2010): Gender. in: Fiske, S. T. et al. (eds.): *Handbook of Social Psychology*. New York: Wiley: p. 629-667.

Yermack, D. (1996): Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics*, 40(2):185-211, Online: http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/Y_Higher_JFE.pdf

5. A kutatáshoz kapcsolódó megjelent publikációk

Lakatos, Zs. (2020): Do larger boards improve shareholder value creation? – Effects of the board size on the business performance in Eastern Central Europe, *Society&Economy*, Volume 42 (2020): Issue 3 (Aug 2020), DOI: <https://doi.org/10.1556/204.2020.00007>

Havran, D. – Primecz, H. – Lakatos, Zs. (2020): Does female presence on corporate boards impact firm performance?, *Journal of East European Management Studies (JEEMS) - Special Issue*, 1. Edition 2020, ISBN print: 978-3-8487-6640-6, ISBN online: 978-3-7489-0719-0, <https://doi.org/10.5771/9783748907190>, link: <https://www.nomos-elibrary.de/10.5771/9783748907190/women-in-management-in-central-and-eastern-european-countries>

Várható megjelenések

Lakatos, Zs. (2023): ESG pricing in Europe between 2009 and 2022 (várható megjelenés 2023. 4. negyedév, *Acta Oeconomica*)

Kapott hivatkozások

Yanovskaya, O. – Lipovka, A. (2022): Gender Stereotypes and Family Decision-Making: Comparative Study of Central Europe and Central Asia, *Central European Management Journal*, 9/2022, 30(3), DOI 10.7206/cemj.2658-0845.82

Török, A. (2022): The Perceived Empowering And Brand-related Effects Of Femvertising, PhD dissertation, Corvinus University of Budapest, link: http://phd.lib.uni-corvinus.hu/1257/1/Torok_Anna_den.pdf

Al-Issa, N. – Khaki A.R. – Jreisat, A. – Al-Mohamad, S. – Dina Fahl, D. –Emira Limani, E. (2022): Impact of environmental, social, governance, and corporate social responsibility factors on firm's marketing expenses and firm value: A panel study of US companies, *Cogent Business & Management* (2022), 9, <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2135214>