



Gazdálkodástudományi kar

Műhelytanulmányok Vállalatgazdaságtan Intézet

☒ 1093 Budapest, Fővám tér 8., 1828 Budapest, Pf. 489
☎ (+36 1) 482-5424, fax: 482-5567,
www.uni-corvinus.hu/vallgazd



Vállalatgazdaságtan
Intézet

A felelős társaságirányítás rendszerei nemzetközi kontextusban

Bartók István

107. sz. Műhelytanulmány
HU ISSN 1786-3031

2008. szeptember

Budapesti Corvinus Egyetem
Vállalatgazdaságtan Intézet
Fővám tér 8.
H-1093 Budapest
Hungary

A felelős társaságirányítás rendszerei nemzetközi kontextusban

Bartók István

Összefoglaló

A részvénytársaság a modern gazdaság meghatározó szereplője: a nagyvállalatok jellemző jogi formája. Kialakulása a XIX. század fejleménye abban az értelemben, hogy a részvénytársasági forma tömeges elterjedését lehetővé tevő jogszabályok ebben az időszakban születnek meg a fejlett gazdaságokban. A vállalatkormányzás, vagy más szavakkal élve a felelős társaságirányítás módja és helyi megoldásai az adott ország történelmi fejlődésének eredményeként egymástól sok vonatkozásban eltérő nemzeti modellek formájában alakultak ki a világban. Az egyes vállalatirányítási modellek meghatározó jelentőségű keretfeltételeket alkotnak a vállalatok küldetésének és stratégiai céljainak kialakításában és megvalósításában, valamint a vállalati működés érintettjei kezelésének vonatkozásában. Alapjában véve, a felelős társaságirányítás két általános modelljét lehet megkülönböztetni. A tőzsdei piaci modell egyszerűbb társaságirányítási struktúrát hozott létre, melynek működésében erősen érvényesül a piac értékítélete. A szervezési megoldásokra építő vállalatkormányzási modell esetében a legfontosabb elem a társaság működésében operatív is résztvevő tulajdonosok jelenléte a nyilvános részvénytársaságok esetében is.

Kulcsszavak: vállalatkormányzás, társaságirányítás, vállalati felelősség, társaságok társadalmi felelőssége

The systems of corporate governance in international context

Abstract

The joint-stock company is a determining player of the modern economy. It is the most widespread legal form of big business enterprises. This legal form is a result of the development of the legal structures in the twentieth century, which made the joint-stock company form available to a vast array of businesses. The corporate governance models and the local forms of it developed as the results of the historic development of the country and therefore show considerable differences in the world. The particular corporate governance models set a framework for the formulation and execution of business strategies and objectives and set conditions for the handling of stakeholder interests. The models of corporate governance may be arranged in two broad categories. The corporate governance structures are simpler and the market influences are stronger in the stock market oriented model. The most important element of the organisational model of corporate governance is the robust presence of influential owners, who participate actively in the management of the enterprise even in publicly listed companies.

Keywords: corporate governance, corporate responsibility, corporate social responsibility

A felelős társaságirányítás rendszerei nemzetközi kontextusban

A részvénytársaság a modern gazdaság meghatározó szereplője: a nagyvállalatok jellemző jogi formája. Kialakulása a XIX. század fejleménye abban az értelemben, hogy a részvénytársasági forma tömeges elterjedését lehetővé tevő jogszabályok ebben az időszakban születnek meg a fejlett gazdaságokban. Ugyanakkor a mai modern részvénytársaság már a XX. század terméke; fejlődése párhuzamosan zajlik a vállalatméretnek a technikai fejlődésre épülő növekedésével és az ehhez a növekedéshez szükséges tőkét biztosító tőzsdei tömegpiacok kialakulásával. A felelős társaságirányítás (angolul: corporate governance) elsősorban a részvénytársaságok működtetésének tulajdonosi kérdéseivel foglalkozik, főként a különleges jogi forma sajátosságaiból adódó különös problémák miatt, de eszköztára más vállalkozási és non-profit jogi formák esetében is jól alkalmazhatók.

A modern nagyvállalatok már jó néhány évtizede meghatározó szereplői a nemzetgazdaságoknak (Bühner, Rolf – Dobák Miklós – Tari Ernő (2002)). A nagyvállalatok különféle, a versenyből, a technológia fejlődéséből, gazdaságossági okokból és egyéb megfontolásokból kilépnek a nemzetközi porondra és megjelennek a nemzeti piacokon. Az 1960-as évek erőteljes gazdasági növekedésének köszönhetően és a társaságok folyamatosan végbemenő nemzetközivé válásának eredményeként a világgazdaságban is vezető szerepre tettek szert a multinacionális vállalatok, melyek új gazdasági jelenségként a társadalmi figyelem középpontjába kerültek. A legnagyobb társaságok társadalmi hatását jól érzékeltetik Barnett és Mueller, népszerű könyvükben megjelent gondolatai: „a vállalati menedzserek által hozott egyszerű üzleti döntések hatása arra, hogy az emberek hogyan élnek, milyen munkát végeznek, mit esznek, mit isznak, mit viselnek, milyen tudással rendelkeznek, milyen egyetemi képzésekre járnak és gyermekei milyen társadalmat fognak tőlük örökölni nagyobb, mint a legtöbb szuverén kormányé” (Barnett, R.-Mueller, R.(1974) 15.o.).

A társaságok nemzetközivé válásának eredményeként ma már a nemzetgazdasági keret nem elégséges a nagyvállalatok irányításának és működésének megértéséhez. A nemzetközi társaságok nemcsak a javakat és szolgáltatásokat exportálják, hanem a világhoz és a versenyhez való sajátos viszonyukat és nem utolsósorban sajátos irányítási rendszerüket. A

globalizációs folyamatok eredményeként pedig a nemzetgazdaságok is nemzetközivé válnak sokféle értelemben, így a verseny szereplőit tekintve, a verseny szabályai vonatkozásában és nem utolsósorban a szereplők magatartását tekintve is zajlik egyfajta nemzetköziesedés vagy másként nézve a magatartási normák egységesebbé válnak.

A felelős társaságirányítás, vagy más szavakkal élve vállalatkezelés módja és helyi megoldásai az adott ország történelmi fejlődésének eredményeként egymástól sok vonatkozásban eltérő nemzeti modellek formájában alakultak ki a világban. Az egyes vállalatirányítási modellek meghatározó jelentőségű keretfeltételeket alkotnak a vállalatok küldetésének és stratégiai céljainak kialakításában és megvalósításában, valamint a vállalati működés érintettjei kezelésének vonatkozásában. Mivel a nemzeti keretek között kialakult vállalatirányítási modellek hatnak a vállalati célokra és elérésük módjára, ezért a más országokban megjelenő nemzetközi vállalatok működését akkor is befolyásolják, ha az adott ország modellje eltér az anyavállalat országában alkalmazottól. Természetesen a külföldi vállalatoknak alkalmazkodniuk kell a piacra való belépéskor a célország szabályaihoz és ez igaz a vállalatirányítási szabályok vonatkozásában is. Tehát a külföldön működő leányvállalatok követik egyfelől az adott célország vállalatirányítási szabályait; másfelől pedig alkalmazkodnak ahhoz az otthoni, anyavállalati szabályrendszerhez, mely a nemzetközi vagy globális vállalat belső működését meghatározza (Sárközy Tamás (2001), 12.o.).

Bár sokféle szempont szerint számos különbséget találunk a nemzetközileg alkalmazott vállalatkezelési megoldások között, ám ez nem jelenti az akadályát a felelős társaságirányítás meghatározásának. A téma neves szakértői közül Andrei Shleifer és Robert W. Vishny (1997) úgy értelmezi a vállalatkezelést, hogy az nem más, mint azon mechanizmusok vizsgálata, melyek biztosítják a részvénytársaságok finanszírozói számára, hogy befektetéseik hozamát realizálhatják. Vagyis az a kérdés, hogy egy adott országban, gazdaságban milyen társadalmi-gazdasági mechanizmusokon keresztül érhető el a befektetések csalások elleni védelme; mert természetesen az üzleti típusú kockázatok természetes velejárói a vállalkozásnak, így azok kezelése önmagában véve, kívül esik a vállalatkezelés érdeklődési területén. Az előző meghatározás továbbvitelét jelenti a vállalatkezelés következő definíciója:

A vállalatkormányzást tágabb értelemben úgy határozhatjuk meg, mint: a részvénytársaságok működése során velük tartós és lényegi viszonyba kerülő érintettek hosszú távú érdekei egyeztetésének mechanizmusait és formáit, melyeket az adott társadalmi-gazdasági környezet befolyásol (Bartók István (2001), 71.o.). Különösen fontos környezeti tényezők:

- a tulajdonviszonyok,
- a pénzügyi intézményrendszer,
- a jogi intézményrendszer,
- és az érdekegyeztetés társadalmi mechanizmusai.

A vállalatirányítás elméleti háttere

A vállalatirányítás gyakorlata elsősorban gazdálkodástudományi és jogtudományi ismeretekre támaszkodik, azaz a vállalatirányítás művelői és szabályozói tevékenységük során jobbra gazdálkodási és jogi ismereteket alkalmaznak. Ugyanakkor, a vállalatirányítás, mint a nemzetgazdaság egyik gazdasági intézményének általános közgazdasági magyarázatát elsősorban az új intézményi közgazdaságtan elméleteiben találjuk. A téma közgazdasági irodalmának jelentős része pénzügyi szemléletben foglalkozik az elméleti kérdésekkel.

A felelős vállalatirányítás művelése során előtérbe kerülő gazdálkodástudományi területek közül elsőként a stratégiai menedzsment említendő, hiszen a vállalatirányítási feladatok túlnyomó többsége a küldetés és a stratégiai célok meghatározásával és elérésével kapcsolatos. Természetesen a stratégia meghatározásakor és megvalósítása közben szükség van a többi gazdálkodási terület ismeretére is; így különösen pénzügyi, számviteli ismeretekre, a motiváció elméleteinek és az emberi erőforrások kezelési módszereinek alkalmazására, a szervezeti vonatkozások megértésére. A vállalatirányításhoz szükséges jogi ismeretek között elsődleges terület a társasági jog. A társasági jog mellett azonban szintén jelentős a szerepet tölt be a vele párhuzamosan fejlődő egyéb civiljogi ágak, így a versenyjog, az értékpapír és tőzsdejog, a csődjog, az általános jogutódlással járó átalakulások joga (lásd pl. privatizáció) és a cégjog (Sárközy Tamás (2001), 13-14.o.).

A tulajdon és a kontroll szétválása

A felelős vállalatirányítás problematikájáról szóló első önálló közgazdasági mű Adolph Berle és Gardiner Means¹ nevéhez fűződik (Berle, A.A. – Means, G.C., (1932)). A szerzőpáros, a nagy gazdasági válság jelenségeit kutatva felfigyelt a gazdaságban alkalmazott tőke koncentrációjára, a nagyvállalatok megjelenésére. Az új gazdasági szereplők, azaz a modern nagyvállalatok egyik fő jellemzője, hogy tulajdonosi körük szétagrúzott, vagyis nincsenek meghatározó tulajdonosok jelen. Ha viszont a tulajdonosok szerepe kicsi, akkor helyettük a döntéseket az újonnan megjelenő társadalmi és szakmai réteg: a menedzserek hozzák meg. A kérdés az, hogy a menedzserek magatartását mi határozza meg. Kinek az érdekeit követik: a tulajdonosokét vagy a vállalatét vagy valaki másnak az érdekeit? Hasonlóan fontos kérdés, melyet Berle és Means szintén felvet, hogy a menedzserek vajon figyelembe veszik-e döntéseiknél azok társadalmi hatását, vagyis döntéseik társadalmilag felelősek-e? A feltett kérdésekre adhatunk választ jogi és etikai megfontolások alapján is.

A tulajdonosi és menedzseri szerepkörök szétválásából eredő viszonyok kérdése, hasonlóan az általában a vállalatok szervezésére vonatkozó kérdésekhez a közgazdaságtan fő áramlatának érdeklődésén kívül marad. Ugyanakkor az új intézményi közgazdaságtan két elméleti magyarázatot is nyújt az ún. képviselési problémára, melynek alapját végül is a közgazdaságtan egyik alapvető feltételezése: nevezetesen a gazdasági szereplők önérték követő, haszon maximalizáló volta képezi.

A problémára adott ügynök-elméleti magyarázatot meghatározza, hogy az elmélet a vállalatot, mint szerződések nexusát látja. Ezek szerint a menedzserek a vállalatvezetés specialistái, akik elvállalják, hogy képviselik a tulajdonosok érdekeit, miközben a tulajdonosok által biztosított pénzügyi erőforrások befektetéséről döntenek. Mivel a vállalati stratégiai döntések értelemszerűen a jövőről szólnak, ezért a menedzserek szerződésében nem lehetséges döntéseik pontos tartalmát meghatározni, így döntéseik szabadsága nagy. A részvényesek viszont előre meghatározatlan időtartamra vállalják részvénytársasági befektetésük kockázatát. A részvényesek társadalmi szerepköre tehát a tőke biztosítása és a kockázatok vállalása. Ők úgy tudják a vállalt kockázatot megosztani, hogy befektetési

¹ Berle és Means a meghatározó tulajdonos fogalmát, még mint 20 százaléknyi tulajdoni hányadnál többel rendelkezőként határozta meg.

portfoliót alakítanak ki. Az ügynök-elmélet szerint a haszonmaximalizáló megbízók és ügynökök érdekviszonyainak egyensúlya fölött a kontroll fő eszköze a piac. A részvényt piac értékeli a menedzsment döntéseit és a tulajdonosoknak biztosítja a ki- és belépés lehetőségét, valamint a kockázatok terítését portfolió kialakításával. A menedzser piac értékeli a menedzserek képességeit (Clarke (2004), 4-6.o.).

Az új intézményi közgazdaságtan másik irányzata a tranzakciós költségekkel operál, melyek korlátozzák a piac, mint gazdaságszervező eszköz alkalmazását a szervezeti megoldások javára. Ennél az irányzatnál is megjelenik az egyéni haszonmaximalizálás kérdése, mely opportunistá magatartásra sarkallhatja a menedzsereket. A menedzsment vállalatvezetésre vonatkozó specializáltságából következik az információhoz való hozzájutásban meglévő aszimmetria a tulajdonosok rovására. A vállalati eszközök specializált volta is csökkenti a piac szerepét és persze növeli az általános célú eszközt (tőke) szolgáltató tulajdonosok kockázatát. A gazdasági döntéshozók korlátozott racionalitása viszont az optimalizálás lehetőségét szünteti meg, tovább csökkentve a piaci alkalmazkodás erejét. A piaci koordinációnak az előzőekben felsorolt problémái miatt sajátos szervezési megoldásként belső kormányzási struktúrák (igazgatóság, felügyelő bizottság) jönnek létre az érdekek kiegyensúlyozására (Williamson, O.E. (1985)31.o.).

Az 1930-as évek, Berle és Means megfigyelései óta sokat változott a világ és a gazdaság. Tovább nőttek a nagyvállalatok és erősödött a menedzserei réteg. A növekvő nagyvállalatok jellemző tulajdonosi összetétele is jelentős változásokon ment keresztül. Miközben egy tőzsdén jegyzett globális vállalat esetében az egyes tulajdonosi részesedések egy százalék alatt maradhatnak, a tulajdonosok sok esetben maguk is vállalatok: különféle intézményi befektetői csoportok. Az intézményi befektetői tulajdon szélesebb körű elterjedése következményeként olyan újabb menedzserei csoportok jelentek meg a képen, melyek most már az általuk kezelt befektetésekkel kapcsolatos döntéseket hozzák meg, így a megbízó-ügynök kapcsolatrendszerben újabb áttételek születtek.

Nemzetközi tulajdoni és finanszírozási modellek

A különböző nemzetekre jellemző tulajdonviszonyok sok tekintetben: a tulajdonosok köre, szociológiai jellemzői, magatartásuk, gazdasági hatalmuk vonatkozásában eltérnek egymástól. Az egyes országok tulajdoni modelljeiben és szerkezetében fellelhető különbségek történelmi fejlődésük során alakultak ki. A felelős társaságirányítás két nemzetközileg meghatározó szerzője, Robert Monks és Nell Minow ((2004), 312.o.) véleménye szerint kiemelhető néhány olyan strukturális jellemző, mely torzítja a piaci viszonyokat a tőkéhez jutás terén és így akadályokat képez a tőke globális áramlásában. A két szakértő gondolatmenetét továbbfejlesztve eljuthatunk a tőkéhez jutás tőzsdei és valamilyen szervezési megoldása strukturális jellemzőinek összehasonlításához. Feltételezésünk szerint a strukturális jellemző változtatásával mozogni lehet a piaci és a nem piaci vagyis szervezési megoldások közötti skálán.

Tőkepiac fejlettségét befolyásoló strukturális tényezők

Strukturális jellemző	Tőzsdei piaci megoldás	Szervezési megoldás
Irányultság, látásmód	globális	provinciális
Kormányzat szerepe	szabályozás	beavatkozás
Tőke forrása	tőzsde	kölcsönök
Tőzsde kapitalizációja	magas	alacsony
Kereszttulajdonlás mértéke	alacsony	magas
Tulajdonosi koncentráció	alacsony	magas
Tőzsde likviditása	magas	alacsony
Felvásárlások száma	sok	kevés
Információs szolgáltatás a részvényeseknek	sok, részletes	gyenge

A tőkéhez jutás tőzsdei piaci modelljét a fejlett részvénytőzsde jellemzi. A tőzsdén jegyzett társaságok száma nagy. A társaságok egymástól függetlenek; a társaságokból képzett portfóliók kialakítása a tőzsdén pénzüket befektetők feladata. A társaságok tulajdonosai nem rendelkeznek számottevő részesedéssel, legalábbis a szavazati jogok százalékos megoszlása szerint, hiszen az nagyobb tulajdonosok tulajdoni része, illetve szavazati aránya is gyakorta legfeljebb egy százalékot tesz ki. A tőzsdei modellben a vállalatok számára vonzó lehetőség a szükséges új tőke tőzsdén keresztül bevonása. A lakosság megtakarításait a tőzsde hatékonyan juttatja vissza a gazdaságba. Ezen szerepkör folyamánként a tőzsde kapitalizációja nagy, súlya jelentős a gazdaságban. A részvények kereskedelme folyamatos, nagy volumenű. Nagy a részvényt birtoklók száma, a napi tranzakciók száma is magas és sok szereplő vesz részt a kereskedésben. A tőzsde jelentős likviditással rendelkezik. A jól működő tőzsde értékeli a vállalat és azzal együtt a menedzsment teljesítményét is, és ez az értékítélet többé-kevésbé reálisan ítéli meg a vállalat által követett stratégia részvényesi értéket teremtő képességét. A vállalati érték tisztázásával pedig lehetőséget teremt az irányítási jogok piacának (felvásárlások, egyesülések) hatékony működéséhez. A fejlett tőzsde működési logikája piaci; fejlődése a piaci logika térnyerésének függvénye, így a globalizáció elősegítője és egyben haszonélvezője is.

A tőkéhez jutás szervezési megoldásai háttérbe szorítják, korlátozzák a piac működését. A tőzsdén jegyzett társaságok esetében is jellemző valamilyen domináns tulajdonos jelenléte, melynek részesedése és szavazati aránya is viszonylag magas. A piac érvényesülését korlátozza az állam is többféle eszköz igénybevételel. Az állami korlátozások érvényesítése szempontjából kiemelkedik az állami vállalatok működtetése, mely a társaságok döntéseibe való beavatkozáson keresztül közvetlen lehetőséget teremt a tőzsdei társaságok döntéseinek befolyásolására. A közvetlen állami befolyás biztosítja a lehetőségét a különféle társadalom- és gazdaságpolitikai elképzelések megvalósítására például állami vállalatok megmentésére más állami vállalatok tulajdonszerzésének és tőkeinjekcióinak segítségével. Az állami tulajdonú vállalatok gazdaságpolitikai eszközként való felhasználásával a kereszt tulajdonlások rendszere is kialakítható, melynek eklatáns példáját szolgáltatják a francia vagy olasz állami tulajdonú vállalatok. Az állami szabályozás közvetlenül beleszólhat

a tulajdonjogok érvényesítésének módjába is, a kisebbségi tulajdonosok jogainak és szavazatuk érvényesítésének meghatározásával. Ha a szabályozás előnyös helyzetbe hozza a nagyobb részvényeseket, akkor ez nem csak a hatalom, de a tulajdoni részesedések koncentrációjához is vezet, amint ez Németországban bekövetkezett. A kisérszvényes érdekeinek nem megfelelő védelme nagyon kockázatosá teheti a lakossági megtakarítások részvénybe történő befektetését, így visszaszorítja a tőkepiac működését és hozzájárul az alternatív tőkeszerzési lehetőségek, például a banki kölcsönök alkalmazásához. A meghatározó tulajdonos vagy tulajdonosi kör, különösen, ha nem érez külső nyomást a kisérszvényesek döntésbe bevonásába és tájékoztatására, igyekszik mozgásterét úgy is növelni, hogy a társaság működésével kapcsolatos információkat nem osztja meg a nyilvánossággal. A tőkepiacot nem támogató állami magatartás, a meghatározó tulajdonosok jelenléte és a kisérszvényesek érdekeinek elégtelen védelme együttesen szorítják háttérbe a tőkepiaci erők érvényesülését, így leértékelik a tőkepiac jelentőségét, amely aztán a tőzsde alacsony kapitalizációjához és kis likviditásához vezet.

Ha kiemeljük a tulajdonosi koncentrációt, mint a tulajdonosi magatartást meghatározó egyik legfontosabb tényezőt, akkor a szavazati blokkokat tartalmazó táblázat adatain jól láthatóak az egyes fejlett országok közötti különbségek (Becht, M.- Rok, A. (1999), 1052.o.).

A legnagyobb szavazati blokk mediánja tőzsdei iparvállalatoknál

Ország	Vállalatok száma (db)	Legnagyobb szavazati blokk mediánja (%)
Ausztria	50	52,0
Belgium	121	50,6
BEL 20	20	45,1
Németország	374	52,1
DAX 30	30	11,0
Spanyolország	193	34,2

Franciaország CAC 40	40	20,0
Olaszország	216	54,5
Hollandia	137	43,5
Egyesült Királyság	250	9,9
USA, NYSE	1309	0,0
USA, NSADAQ	2831	0,0

Jelentős különbséget jelent a menedzsment mozgásterét és a kisebbségi befektetők helyzetét tekintve a társaságok tulajdonosi összetételének megoszlása. Amennyibe van jelentős szavazati súllyal rendelkező, meghatározó tulajdonos, abban az esetben joggal számíthatunk arra, hogy a vállalat által követett stratégia meghatározásában hallatni fogja szavát és érvényesíteni fogja érdekeit. Az angol és az amerikai tőzsdei vállalatok esetében a szétszórt tulajdonosi struktúra jellemző, melynek folyományaként a menedzsment nagy mozgástérrel rendelkezik a társaságot érintő döntések kialakításban, előkészítésében és meghatározó a szerepe a döntések elfogadtatásában.

A világ nagyobbik részén viszont jellemző a tőzsdén jegyzett társaságok esetében is a tulajdon koncentráltasága. A tulajdoni koncentráció politikai döntések eredményeként alakult ki Európa kontinentális részén. A koncentrált tulajdonosi megoszlás általános jellemzője a világon a piramis jellegű befektetési struktúrák formájában való megjelenése. A piramis csúcsán lehetnek állami tulajdonú holdingok; más vállalatok; de általában a legjellemzőbb tulajdonosi kör a vállalatot alapító család, mely sok-sok évtizeden keresztül is képes megőrizni vezető szerepét.

Európa nagy gazdaságaiban, természetesen leszámítva az Egyesült Királyságot, mindenhol jelentős a családi vállalatok súlya a legnagyobb tőzsdén jegyzett részvénytársaságok körében. A komoly nemzetgazdasági súllyal rendelkező családi nagyvállalatok szavát természetesen a politikusok is meghallják, így ezen vállalati kör

érdekérvényesítő képessége kiemelkedően jó. Közgazdaságtani terminológiát használva, magatartása alapján nyugodtan nevezhetjük ezt a vállalati kört járadékvadásznak. A nemzetgazdaságilag fontos családi nagyvállalatok és az állam, felismert, közös érdekeken nyugvó, barátságos együttműködése egy sajátos államkapitalista rendszer kialakulásához vezet, mely a jelentős európai mediterrán gazdaságok sajátos jellemzője.

A német gazdaságban viszont a nagybankok töltik be a piramis csúcsán álló tulajdonos szerepkörét. A német bankok befolyásukat a tőzsdei társaságok döntéseire nem pusztán tulajdoni részesedésükre alapozzák, de segítségükre van ebben az is, hogy összegyűjthetik a kisztrésztulajdonosok szavazatait is. Tovább erősíti a német bankok helyzetét, hogy egymásban is rendelkeznek részesedéssel, így a kereszttulajdonlás rendszerén keresztül is érvényesíthetik, az egymással barátságos viszonyban lévő szereplők közös érdekeiket (Bühner, Rolf – Dobák Miklós – Tari Ernő (2002), Morck, R. (2007), 11-27.o.). Japánban a piramis uralkodója az ún. keirecut, azaz az egymással kölcsönös tulajdoni kapcsolatban lévő vállalatcsoportot, vezető vállalat vagy bank; míg Koreában kebolnak hívják a japán keirecuhoz hasonló vállalati alakzatot.

Az angolszász tőkepiaci fejlődés eltérése a kontinentális európai modellhez képest jól nyomon követhető a tőzsdék kapitalizációjának, forgalmának, a jegyzett társaságok számának mutatói összehasonlításával. Ha figyelembe vesszük azt a tényt, hogy a nagy európai gazdaságok és az Egyesült Államok gazdasági fejlettségi mutatói nagyon hasonlóak egymáshoz, akkor különösen szembeötlő a tőzsdék fejlettségében meglévő különbség. A világ tíz legnagyobb részvényforgalmú tőzsdéjének adatai összevetése alapján jól látható, hogy az amerikai tőzsdék forgalma aránytalanul magasabb, mint a kontinentális európai tőzsdéké.

A világ 10 legnagyobb tőzsdéje éves részvényforgalom szerint 2006-ban

Tőzsde	Forgalom (milliárd USD)	Jegyzett vállalatok (db)
1. NYSE	21790	2280
2. NASDAQ	11807	3133
3. London Stock Exchange	7572	3256
4. Tokyo Stock Exchange	5823	2416
5. Euronext	3853	1210
6. Deutsche Börse	2737	760
7. BME Spanish Exchanges	1934	-
8. Borsa Italiana	1592	311
9. SWX Swiss Exchange	1396	348
10. Korea Exchange	1342	1689

Forrás: WFE, Annual Report and Statistics 2006., 32. o.,

A tőzsdék forgalmát és a jegyzett vállalatok számát tartalmazó táblázat egyben meg is erősíti az angolszász modell létéről és működéséről kialakult képet. Ha Európán belül hasonlítjuk össze a hozzávetőlegesen hasonló méretű és fejlettségű gazdaságok tőzsdéi teljesítményét, akkor is egyértelműen látszik a kontinentális és az angolszász modell közötti különbség. A londoni tőzsde mind forgalmát nézve, mind pedig a jegyzett társaságok száma alapján messze felülmúlja a frankfurti tőzsde hasonló mutatóit.

Nemzetközi vállalatirányítási struktúrák

A tőke megszerzésében jelenlévő különbségek és a szabályozási környezet eltérései, különösen a jogi intézményrendszer és az érdekegyeztetés társadalmi mechanizmusai

vonatkozásában, eltérő társaságirányítási struktúrákban jelennek meg, melyek működési sajátosságai is különböznek egymástól. A részvénytársaságok irányításban elvileg, jogilag közös a különböző rendszerekben, hogy a tulajdonosok a társaság legfőbb szervének számító közgyűlésen, mondhatják el véleményüket a társaság működésével kapcsolatban és szavazhatják meg a határozatokat. Ugyanakkor számos eljárási szabály elég határos korlátokat állít a szabad vélemény nyilvánítás útjába. Nyugodtan mondhatjuk, hogy a közgyűlések irányítása a menedzserek és a meghatározó tulajdonosok kezében van.

Alapjában véve, a felelős társaságirányítás két általános modelljét lehet megkülönböztetni. A tőzsdei piaci modell egyszerűbb társaságirányítási struktúrát hozott létre, melynek működésében erősen érvényesül a piac értékítélete. Ugyanakkor a modell működése során rendkívül kifinomult szabályozási környezet jött létre, mely ma is folyamatosan alakítja a működési feltételeket. A szervezési megoldásokra építő vállalatkezelési modell belső irányítási struktúrái bonyolultabbak, miközben a külső szabályozási háttér közel sem olyan összetett, mint a piaci megoldások esetén és értelemszerűen sokkal kevésbé képes a piac szabályozó ereje érvényesülni ebben a modellben.

A tőzsdei piaci és a szervezési modelleke közötti legjelentősebb strukturális különbség a menedzserek helyzetében jelenik meg, amely tulajdonképpen az egész vállalatkezelési probléma kiinduló pontja. A társaságirányítás piaci modellje esetében világosan elkülönül egymástól tulajdonos és menedzser valamint a vállalat és a részvényes tulajdonjoga és érdekei is. A menedzserek a vállalat valódi irányítói. Ezt a helyzetet az teszi lehetővé, hogy a részvényes tulajdonosi jogai rendkívül korlátozottak: gyakorlatilag nem terjednek túl a részvény vételéhez és eladásához fűződő jogon. Maga a részvénytársaság is önálló: rendelkezik saját jogokkal, melyeket a menedzseri irányítás mellett gyakorolhat. Mivel a menedzserek egy a tulajdonosoktól sok szempontból elkülönített vállalatot irányítanak és ehhez erős jogosítványokkal rendelkeznek, ezért nagyon nehéz a tulajdonosoknak a menedzserek akaratával ellenkező döntéseket kicsikarniuk a társaságnál.

A menedzserek döntéseinek kontrollja a piac kezében van abban az értelemben, hogy a piac folyamatosan értékeli a vállalat értékét és így kiderül, hogy a társaság vezetése jól vagy éppen rosszul működik. Mivel a menedzsereket a társaság saját érdekeinek elismerése és ezt szolgáló önállósága védi a tulajdonosi akarral szemben, ha a társaságot rosszul vezetik és az

a társaság kárára válik, akkor ez a védelem megszűnik. Tehát a piac bünteti az értékromboló menedzsmentet a részvény árának csökkenésével is; de ha ez nem volna elég, akkor az irányítási jogok piaca kezd működni. Színre lépnek a vállalatfelvásárlók, akik a helyes értékviszonyok helyreállítása irányába terelik a vállalatot, melynek egy lépése a menedzsment cseréje. Mivel a menedzserek érvényesülését sikereik határozzák meg, és mivel jellemzően a menedzserek alkalmazása kívülről, a menedzserpiacról történik ezért elég erősek a piaci ösztönzők a menedzseri teljesítmény értékelésében.

A piaci modell társaságirányítási struktúrájában egy elem van jelen, ez pedig az igazgatóság vagy igazgatótanács, azaz a közgyűlésen választott igazgatók testülete. Az igazgatóság feladata azonban nem az operatív vezetés, hanem a menedzsment döntéseinek jóváhagyása a társaság érdekeinek figyelembe vételével. Ezért ideális esetben az igazgatók olyan független, kellő szakértelemmel rendelkező személyek, akik képesek a vállalat stratégiáját és annak végrehajtását szolgáló döntések összefüggéseit megérteni és a vállalat helyzetének változását önállóan értékelni.

Társaságirányítási modellek

Strukturális jellemző	tőzsdei piaci megoldás	szervezési megoldás
Tulajdonos-menedzser összefonódása	kicsi	nagy
Munkavállalói befolyás	kicsi	nagy
Felügyelő Bizottság szerepe	kicsi	nagy
Vezetői ösztönzők szerepe	erős	gyenge
Tőkepiac befolyása	erős	gyenge
Menedzserpiac befolyása	erős	gyenge
Külső menedzserpiac	fejlett	fejletlen
Cégen belüli menedzserpiac	fejletlen	fejlett

A szervezési megoldásokra építő vállalatkezelési modell esetében a legfontosabb elem a társaság működésében operatív is résztvevő tulajdonosok jelenléte a nyilvános részvénytársaságok esetében is. A felelős társaságirányítás alapproblémája ebben a modellben inkább a kisebbségi tulajdonosok vonatkozásában fogalmazható meg, mivel a vállalat elkülönülése a tulajdonostól ténylegesen nem, vagy csak formálisan valósul meg a meghatározó tulajdonosi kör esetében; miközben a kisméretű társaságok távolsága legalább akkora a társaságtól, mint a piaci modell esetében. A piac értéktételének hiányában a menedzsment feletti kontrollt a meghatározó tulajdonos gyakorolja. A menedzserek a vállalaton belül futják be karrierjüket, így a külső menedzserpiac fejlettsége gyenge.

Érdekes jellemzője a szervezési modellnek, hogy a vállalati működés érintettjei közül az alkalmazottak is részeseivé válnak a társasági döntések meghozatalának. A társaságokkal szemben megfogalmazódó egyfajta társadalmi bizalmatlanság eredményeként duális társaságirányítás jelenik meg, vagyis az igazgatóság mellett felügyelő bizottság is működik. Az igazgatóság készíti elő a stratégiai döntéseket a menedzsment részvételével, míg a felügyelő bizottság ellenőrzi az igazgatóság munkáját továbbá gyakorolhatja a közgyűlés tulajdonosi jogosítványait az igazgatóság döntéseinek jóváhagyásával és az igazgatók megválasztásával is. Az egyes európai országok és az Európai Unió európai társasági szabályai sok apró részlet tekintetében eltérnek egymástól (Angyal Ádám (2001), (Sárközy Tamás (2001), Berke Barna et al. (2002), Sándor István (2005)). A felügyelő bizottság egyben az érdekegyeztetés terepe is a vállalat, az azt képviselő menedzserek és tulajdonosok és az alkalmazottak között.

A szervezési modell erénye abban rejlik, hogy az irányítási struktúra minden szereplője gyakorlatilag belső szereplőnek tekinthető, akiről nyugodtan feltételezhetjük, hogy informáltsági szintjük magas a társaság ügyeiben és ezért megalapozottan képesek kialakítani álláspontjukat a társaság stratégiai ügyeiben. Ez a helyzet elvileg ideális a hosszú távú prioritások érvényesítése tekintetében, összevetve a piaci modell elvben a rövidtávú nyereség és osztalékcélok követésére ösztönző sajátosságával. Azonban a valóságban a piac korlátozása vagy kikapcsolása azzal a veszéllyel jár, hogy a hosszú távú értékteremtés helyett egyéb, pl. növekedési célok érvényesülnek, akár tartósan is, ahogy ez mondjuk a japán keirecuk

esetében be is következett, és a vállalat részvénytulajdonosai végső soron rosszul járnak és így a vállalatkormányzás alapproblémája előáll.

Irodalom:

- Angyal Ádám [2001]: Vállalati kormányzás. Aula. Budapest.
- Bartók István [2001]: Vállalatkezelés. Doktori értekezés. Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem. Budapest.
- Barnett, R. – Muller, R. [1974]: Global Reach: the power of the multinational corporations, New York, Simon and Schuster
- Becht, M.- Rok, A. [1999]: Blockholdings in Europe: An international comparison, European Economic Review 43.1049-1056. P.1052
- Berke Barna – Fazekas Judit- Gadó Gábor – Király Miklós – Kisfaludi András – Miskolczi Bodnár Péter [2002]: Európai társasági jog. KJK Kerszöv. Budapest
- Berle, A.A. – Means, G.C. [1932]: The modern corporation and private property. Macmillan. New York
- Bühner, Rolf – Dobák Miklós – Tari Ernő [2002]: Vállalatcsoportok. Aula. Budapest.
- Clarke, T. (ed) [2001]: Theories of Corporate Governance. The Philosophical Foundations of Corporate Governance. Routledge. London.
- Monks, R.A.G. – Minow, N [2004]: Corporate Governance. Blackwell Publishing. Oxford
- Morck, R.. K. (ed) [2007]: A history of corporate governance around the world. The University of Chicago Press. London
- Sándor István [2005]: A társasági jog története Nyugat-Európában. KJK Kerszöv. Budapest
- Sárközy Tamás [2001]: A magyar társasági jog Európában. A társasági jog és a konszernjog elméleti alapjai. HVG-ORAC. Budapest
- WFE (2006): Annual Report and Statistics.
- Williamson, O.E. [1985]: The economic institutions of capitalism. The Free Press. New York