

TÚLÉLŐ KIÚTTALANSÁGOK A VÁLLALATIRÁNYÍTÁSBAN (Kritikus értekezés a vállalatkormányzás gyengeségeiről)

BÉLYÁ CZ IVÁN

A tanulmány a vállalatkormányzási rendszer működési zavarainak mélyebb okaival foglalkozik. Amikor a tulajdonos-vállalkozó által birtokolt klasszikus vállalatirányítási modellt felváltotta a tulajdonlás és működtetés elválasztásán alapuló képviseleti vállalatvezetés, akkor szembe kellett nézni a tulajdonos szerepének vállalatirányításbeli relativizálódásával, a tőkeműködtető hatalmának növekedésével, s az igazgatótanácsi irányítás korlátaival. A gondolatmenet első fejezete eszmetörténeti áttekintést ad a tulajdonosi és tőkeműködtetői motívumok változásáról és az azokat vizsgáló elméleti megközelítésekről. A vállalatok társasági formában történő szerveződésével a vállalat tulajdonlása irreleváns koncepcióvá válik. A második rész az igazgatótanácsok vállalatirányítási szerepét taglalja, s feltárja a tartósan hatékony vállalatkormányzás kialakulásának korlátait. A szerző az igazgatótanács morális felelősségének fontosságát az Enron vállalat idevonatkozó negatív tapasztalataival illusztrálja. A harmadik fejezet a hatékony kockázatviselés gazdátlanvá válását mutatja be azt hangsúlyozva, hogy a kockázatmenedzselés nem épült be szervesen a vállalati szervezetbe, ami egyértelmű vállalatkormányzási gyengeség. A negyedik rész a részvényesi értékmaximalizálás elvét szembeállítja az érdekhordozói veszteség minimalizálásával. A tanulmány szerzője nyugtalanítóan tartja azt az eszmei zavart, ami az értékmaximalizációs cél és az érdekhordozói modell közötti választhatóságot uralja. A kiterjedt szakirodalmi analízist követően – az elméleti rész zárásaként – a szerző pozitív modell felvázolásával a vállalatkormányzási perspektíva kiúttalanságát exponálja.

A TULAJDONLÁS ÉS MŰKÖDTETÉS SZÉTVALASZTÁSÁNAK KÖVETKEZMÉNYEIRŐL

A tőkés piacgazdaság működésében a kezdetektől jó ideig a tulajdonos-vállalatvezető egy személyben testesíti meg a vállalat tulajdonlásának és működtetésének funkcióját. A klasszikus vállalatirányítási modellben egyetlen célt, a profitmaximalizálást szem előtt tartva működtetik a vállalatokat, s a tulajdonos-vállalkozó a kockázat viselője is.

Berle-Means [1933] empirikus munkája igen korán kimutatta, hogy a tipikus amerikai vállalkozás tulajdonosi szerkezete szórt, s a nagyszámú részvénytulajdonos az irányítást a menedzserekre bízta, akik nagyon kicsi arányban részesednek a tulajdonból. Coase [1937] érdeme annak kimutatása, hogy kisebb költséggel jár a termelés és a csere koordinálása abban az esetben, ha ezt a vállalat végzi el, mintha a piac tenné. Coase feltárta, hogy a neoklasszikus árelmélet világában a vállalat létezése nem indokolható; hogy a vállalat működtetésének mégis van indoka, azt Coase abban látta, hogy „az ármechanizmus működésének vannak költségei” [Coase, 1937: 390.]. Így született meg a

tranzakciós költségek gondolata: ama költségeké, amelyek a szokásos termelési költségektől elválasztva, és azok fölött jelentkeznek. Amint az információ közjósággként egyre nagyobb jelentőségű lett, az egyre bonyolultabbá váló modern gazdaságban a vállalat előnye sok szektorban növekedett, a vállalatok átlagos nagyságának növekedését eredményezve.

A vállalati szervezetben és irányításban bekövetkezett változások hatására egyre inkább megkérdőjelezzük a vállalatirányítás klasszikus modelljének érvényességét. Három markáns eszméáramlat rajzolódik ki: a menedzseri elmélet, a magatartási teória és a vállalati szerződési elmélet. A három irányzatban közös a vezetők ösztönzésének és ellenőrzésének probléma-vizsgálata olyan helyzetben, ahol a döntéshozatal azoknak a vállalatvezetőknek a hatásköre, akik nem tartoznak a vállalat értékpapír-tulajdonosai közé. Ezek az elméleti áramlatok annak a vállalatvezetőnek a motiválására összpontosítanak, aki úgy irányít, hogy nem tulajdonos.

A menedzseri elmélet szerint – amint azt Baumol [1959; 1962], Marris [1964] és Williamson [1966] kifejtette –: a menedzserek saját hasznosságuk maximalizálására törekcsenek, s ennek implikációit vonatkoztatják a vállalati magatartásra, szembeállítva azt a profit-maximalizálással.¹ A vállalatirányítás menedzseri felfogásán belül már az 1970-es évek elején megfogalmazódott a tulajdonos-tőke működő kapcsolat „megbízó-ügynök” problémaként történő exponálása, különösen Spence-Zeckhauser [1971] és Ross [1973] művében. Az említett szerzők e kapcsolattal összefüggésben aszimmetrikus információs problémát azonosítottak. Arra jutottak, hogy a vállalati tulajdonlás és működés viszonylatában a megbízó (a részvénytulajdonos vagy a vállalat) költségmentesen nem tudja befolyásolni az ügynök (menedzser) viselkedését. Ez egyrészt amiatt következhet be, mert a megbízó közvetlenül nem tudja megfigyelni az ügynök cselekedeteit, másrészt azért, mert az ügynök tapasztalata vagy tudása nagyobb, mint a megbízóé. Ez aszimmetrikus információ szituáció, amelyből közvetlenül következhet morális kockázat probléma. A tradicionális vállalatirányítási modellek általában azt feltételezik, hogy a menedzserek a profit maximalizálása helyett saját hasznossági függvényüket maximalizálják, a célt alárendelve egy tetszőleges profit-korlátnak.

A magatartási megközelítésben, ahogyan azt Cyert-March [1963] megfogalmazta, a hangsúly annak magyarázatára helyeződött, hogy hol helyezkednek el a döntések a vállalaton belül. Véleményük nagy részben függött Simon [1955] munkájától, amely a bizonytalan helyzetbeli magatartásra vonatkozott. Eszerint az emberek korlátozott megismerő képességgel rendelkeznek, s ezért csak „korlátozott racionalitás” jellemezheti gyakorlatukat, amikor bonyolult és bizonytalan helyzetekben hoznak döntést. Így az egyének és csoportok csupán a kielégítő megoldásra törekcsenek, azaz reális célok kitűzésére vállalkoznak, s nem igyekeznek maximalizálni a hasznossági vagy profit-függvényt. Cyert-March azt állította, hogy a vállalat nem tekinthető monolit egységnek, mivel a benne foglalt különböző egyének és csoportok saját aspirációval és egymással

¹ Baumol [1962: 2] azt mondta, hogy a menedzserek érdekei úgy szolgálhatók a legjobban, ha az árbevételt maximalizálják a profit olyan minimális szintjének elérésével, amit a részvénytulajdonosok kielégítőnek tartanak.

ütköző érdekekkel bírnak, s a vállalati magatartás ezeknek a konfliktusoknak a súlyozott kimenete.

A vállalati szerződési elmélet képviselői a vállalatra mint a termelési tényezők közötti szerződések összességére tekintenek, ahol minden tényezőt a saját érdekei motiválnak. Mivel ez az eszmei irányzat a vállalati szervezet szerződéseken alapuló jogainak fontosságát hangsúlyozza, ezért a tulajdonjogok közgazdaságtanához tartozónak vélték, pedig teóriájukban ennél többről van szó, amint ezt Alchian-Demsetz [1972], Williamson [1966] és Jensen-Meckling [1976] munkája bizonyítja. Alchian-Demsetz [1972] analízise a vállalatról mint csoport teljesítményéről lényegében kiterjesztése és tisztázása Coase [1937] korábbi munkájának.²

Fama [1980] hangsúlyozza, hogy Alchian-Demsetz [1972] és Jensen-Meckling [1976] szembeszökő felfedezése abban állt, hogy a vállalatot a termelési tényezők közti szerződések összességének tekintik. Gyakorlatilag a vállalatot teamnek fogják fel, amelynek tagjai önérdemből cselekednek, azonban felismerik, hogy sorsuk valamilyen mértékben függ a team túlélésétől a más teamekkel folytatott versenyben. Alchian [1969], valamint Alchian-Demsetz [1972] érzékletesen tárgyalja a menedzsment fegyelmzését, ami a belső és külső menedzserei piacok révén egyaránt megtörténik. Ugyanakkor a fegyelmzési feladatot elsősorban a kockázatviselőknek, azaz a vállalati értékpapír-tulajdonosoknak tulajdonítják, akiket bizonyos mértékben a menedzserei munkaerőpiacok, valamint a külső vállalatvásárlás fenyegetése támogat. Jensen-Meckling [1976] a menedzserek ellenőrzését hasonlóképpen a vállalat kockázatviselőinek feladataként tartja számon, ők azonban nem ismernek el semmilyen támogatást a menedzserei munkaerőpiac részéről.

A vállalatirányítási tranzakciós költségek hatását hangsúlyozza, s ezért figyelemre méltó Williamson [1975] véleménye, aki a vállalat méretének határát (részben) a delegálási költségek növekedésében látja (amint növekszik a vállalat mérete, ugyanúgy a bürokratikus hierarchia is terebélyesedik); s a nagyvállalatnak egyre gyengébb a képessége megismételni egy tulajdonos-vállalkozó jövedelmének hatásos ösztönzését.

Fama [1980] joggal jegyzi meg, hogy a vállalati szerződési elmélet és a tulajdonjogok közgazdaságtanának képviselői nem adnak megnyugtató magyarázatot a modern nagyvállalatok irányításának hatékonysági zavaraira, ahol a vállalatirányítás olyan menedzserek kezében van, akik többé vagy kevésbé elkülönülnek a vállalat értékpapír-tulajdonosaitól. Mivel az értékpapír-tulajdonos sokféle vállalat értékpapírjait birtokolhatja – pontosan annak elkerülése érdekében, hogy vagyoni helyzete túlzott mértékben függjön bármely vállalattól is – így semmilyen érdek nem fűzi ahhoz, hogy személyesen nyomon kövesse bármely vállalat tevékenységét. Röviden kifejezve, a kockázatviselés

2 Coase [1972: 63] megjegyezte, hogy 1937-es esszéjét „sokat citálták és kevésbé alkalmazták”. Mindenesetre tanulságos, hogy éppen Coase szarkasztikus megjegyzésének idején jelentek meg a gazdasági szervezetekkel foglalkozó olyan munkák, amelyek kifejezetten a Coase által teremtett alapokon nyugodtak. Ilyen volt Williamson [1975] és Alchian-Demsetz [1972] műve. Ebben az időben a vállalatelméleti területen robbanásszerű változások mentek végbe. Az ekkor született munkák a konceptualizációban Coase [1960: 23] nyomán haladtak, a vállalatot szerződési entitásként tekintették, amelynek létezése, határai és belső szervezete értően bemutatható a tranzakciós költségekkel való takarékoskodás alapján.

– részvényesi oldalról – hatékony allokációja azt eredményezi, hogy az értékpapír-tulajdonos nagymértékben elhatárolódik a vállalat ellenőrzésétől.

Fama [1980] külön is hangsúlyozza, hogy az értékpapír-tulajdonos abban a hitben vásárolja meg az értékpapírt, hogy az általa fizetett ár tükrözi a viselt kockázatot, és, hogy az értékpapír ára úgy fog alakulni a jövőben, hogy realizálhatja majd az általa viselt kockázatnak megfelelő nyereséget (vagy viseli a veszteséget). Így, bár az egyéni értékpapír-tulajdonosnak nincs fokozott érdekeltsége adott vállalat irányításának figyelemmel kísérésében, mégis jelentős érdeke fűződik ahhoz, hogy létezzen tőkepiac, amely hatékonyan beárazza a vállalat értékpapírjait. A hatékony tőkepiac által a vállalati értékpapírok értékéről adott piaci jelzések valószínűleg fontos szerepet játszanak a menedzseri munkaerőpiacnak a vállalati vezetésre vonatkozó értékelésében.

Az értékpapírok szétterjedt tulajdonlása előnyös a kockázatviselés optimális allokációja szempontjából, azonban azzal a következménnyel jár, hogy a vállalat értékpapír-tulajdonosai túlságosan sok vállalat értékpapírjai között osztják meg forrásaikat, s nem fűződik közvetlen érdekük egy adott vállalathoz. A tulajdon és a működtetés szétválasztásával nagy jelentőségű változás következik be azáltal, hogy a vállalatirányítási és kockázatviselési funkció is elválik egymástól. Amennyiben a portfólió-elmélet szempontjából szemléljük a kockázatviselést, akkor azt tapasztaljuk, hogy a kockázatviselők nagy valószínűséggel megosztják vagyonukat (több vállalat között), és így nem érdekeltek a vállalati menedzserek közvetlen ellenőrzésében. Így Alchian-Demsetz [1972] és Jensen-Meckling [1976] modellje, amelyben a menedzserek kontrollálása elsősorban a kockázatviselőkre hárul, nem eloszlatják, hanem fokozzák azokat az aggodalmakat, amelyeket az értékpapír-tulajdonlás és a vállalatirányítás elválasztása miatt megjelenő ösztönzési és ellenőrzési problémák jelentenek.

Fama [1980] határozottan figyelmeztet arra, hogy a tőketulajdon és a tőkeműködtetés szétválasztásával új helyzet áll elő: a tőkét birtokló részvénytulajdonos saját befektetése kockázatát viseli, tulajdonosi szerepe nem azonos a vállalat tulajdonlásával. Ha a részvénytulajdonos nem is követi nyomon a vállalat működését, nem is ellenőrzi a menedzserek munkáját, akkor a vállalatot a többi vállalat által keltett verseny és a piac által állított korlátok/lehetőségek szabályozzák. Ennek alapján a vállalatirányítás olyan modellje áll előttünk, amelyben a vállalat tulajdonlása irreleváns koncepció.

KÉPVISELETI VÁLLALATIRÁNYÍTÁS: AZ IGAZGATÓTANÁCSOK SZEREPE

A vállalatirányítás történeti fejlődése során kétféle tulajdonlási és kontroll rendszer alakult ki: az egyik a „koncentrált” (kontinentális európai), a másik a „szórt” (angolszász) tulajdonosi szisztéma. Coffee [2001: 2] a két változat különbségeit listázva megállapítja, hogy a koncentrált tulajdonlást nagy részvényblokkokat birtokló ellenőrző tulajdonosok, gyenge értékpapírpiacok, a piaci átláthatóság alacsony foka, a vállalatvezetői piac korlátozott szerepe, s a nagybankok által gyakorolt monitoring funkció jellemzi. Ezzel szemben a szórt tulajdonosi rendszerben erős értékpapírpiacok működnek, a vállalati információszolgáltatással kapcsolatban szigorú követelmények érvényesülnek, fokozott piaci átláthatóság jellemző, s a vállalatvezetői piac is aktívan működik.

Akár nagy és szélesen szóródott a részvénytulajdonosok száma, akár koncentrált, a nagy, jegyzett társaságokat képviselői formában irányítják. A részvényesek által, érdekeik védelmére választott testület az igazgatótanács, amely – feltevés szerint – felügyeli a társaság felső vezetői pozícióban tevékenykedő menedzsereit. Mivel az igazgatótanács a legfontosabb kapocs a részvénytulajdonosok és a vállalati felső vezetők között, ezért annak mind az összetétele, mind a működése létfontosságú a részvénytulajdonosok, s valójában a tőkepiacok sikeres működése számára. Minél függetlenebbek az igazgatótanács tagjai, s mentesek a menedzsment illetéktelen befolyásától, az annál jobb részvénytulajdonosoknak. Az igazgatótanácsnak elszámoltathatónak kell lenni a részvénytulajdonosok által, akiknek pedig képesnek kell lenni gyakorolni az alapvető tulajdonosi jogokat. A tulajdonosi jogok hatékony gyakorlása az igazgatótanács monitorozása és befolyásolása érdekében a közzététel és a transzparencia alapvető kritériumainak betartását igényli.

Az 1990-es évektől ismétlődő vállalati válságokat (sőt botrányokat) követően kiterjedtebbé vált az elméleti és gyakorlati szóhasználat: az igazgatótanács szűkebb értelmű kifejezését felváltotta a vállalatkezelés fogalma.³ A vállalatkezelés azon szabályok és praxisok összessége, amelyek irányítják és ellenőrzik a részvényesek és a vállalati menedzserek közti relációkat, s ugyanígy az érdekhordozókkal kapcsolatos viszonyokat (foglalkoztatottak, hitelezők etc.).⁴ Ez hozzájárul a vállalati teljesítmény növekedéséhez, pénzügyi stabilitásához a piaci bizalom, a pénzügyi piaci integritás és a gazdasági hatékonyság megerősítésével. Az utóbbi két évtized vállalati botrányai ráirányították a kormányzatok, a regulátorok, a vállalatok, a befektetők és a közvélemény figyelmét a vállalatkezelési rendszer gyengeségeire, s az e kérdéssel való foglalkozás fontosságára [v. ö. OECD Principles, 2004].

A vállalatkezelési rendszer alapvető fontossága fejeződik ki Lewitt [2002: 209] véleményében, amikor a következőket írja: „Hiszem, hogy a társaságba történő befektetés előtt vizsgálandó egyik legfontosabb tényező, amit meg kell nézni, a társaság vállalatkezelési rendszere. Egyszerűen kifejezve, a vállalatkezelés kapcsolatot teremt a befektető (forrástulajdonos), a menedzseri team és a társaság igazgatótanácsa között. E csoportok mindegyikének különböző felelőssége és jogai vannak. Amikor a három csoport képes nyíltan és függetlenül kommunikálni, akkor azt mondhatjuk, hogy a társaság jó vállalatkezelési képet mutat.”

A vállalatkezelési rendszer kulcsfontosságú intézménye a vállalati igazgatótanács támpontként szolgál, amely kiegyensúlyozza a részvényesek által birtokolt tulajdonosi jogokat a menedzserek számára biztosított mérlegelési lehetőséggel. A jó vállalatkezelés léte azt igényli az igazgatótanácstól – bármilyen is legyen annak struktúrája

3 Az angolszász szakmai irodalomban használatos „corporate governance” kifejezést a hazai szakmunkákban használják „tudatos vállalatirányítás”, „felelős vállalatkezelés” egyenértékű formájában, jelen tanulmányomban egyszerűen „vállalatkezelés” megfelelő alkalmazok gondolatmenetem kifejtése során.

4 A tanulmányban az „érdekhordozó” elnevezés a „stakeholder” egyenértékűeként szerepel. Jensen [2002] azt írja, hogy az érdekhordozók körébe mindazok az egyének és csoportok beletartoznak, akik/amelyek lényegesen befolyásolják a vállalat helyzetét, tehát nem csupán a pénzügyi követelések birtokosai, hanem a foglalkoztatottak, vevők, közösségek, a kormányhivatalok, a környezet etc.

–, hogy fókuszáljon a hosszabb távú ügyekre, mint például a vállalati stratégia értékelése, valamint olyan tevékenységekre, amelyek változást idézhetnek elő a vállalat természetében és működési irányában; az igazgatótanács nem felelhet a vállalat napi működéséért. Mindazonáltal az igazgatótanács mint egész, és annak tagjai egyenként világosan definiált ösztönzőkkel kell hogy rendelkezzenek, s olyan kötelességekkel, amelyek biztosítják, hogy az igazgatótanács hatékonyan gyakorolja funkcióját [OECD Principles, 2004].

A hatékony igazgatótanács létezésének egyik fő feltétele annak célirányos összetétele. Általános normatív iránymutatás, hogy az igazgatótanács tagjainak többsége külső igazgatókból kell, hogy álljon. Nekik azon kívül, hogy egyszerre lehetnek részvényesek és igazgatók, semmilyen más kapcsolatuk nem lehet a társasággal. Ha mégis kapcsolat van kereskedelmi ügylet, tanácsadói szerződés, ingatlan üzlet, ügyvéd-kliens nexus vagy családi reláció formájában, akkor az sértheti az igazgató integritását és gondolkodásának függetlenségét. Minél több igazgatótanács tag lekötelezett a vállalatnak, annál kevésbé valószínű, hogy ellenzi a részvénytulajdonosok vitális érdekeit sértő vállalatvezetői döntéseket.⁵

Az 1990-es évek válságainak ismétlődését követően egyre nagyobb hangsúlyt kap a vállalatkormányzás és az igazgatótanács működés etikai aspektusa. Gregg [2001] alapos áttekintést ad az igazgatótanács morális felelősségének attribútumairól. Az igazgatóknak képeseknek kell lenniük a társaság előtt álló kulcsfeladatok azonosítására. Tudniuk kell feltenni azokat a kérdéseket, amelyek szükségesek a tulajdonosok érdekeinek megvédéséhez, s a kapott válaszokat értékelniük kell s azok szerint cselekedni. Az ő felelősségük biztosítani, hogy a társaság lojális marad a vállalati célokhoz, a prudens döntések meghozatalához, valamint demonstrálni a morális bátorságot a funkciók gyakorlásában [Gregg: 16]. Röviden, az igazgatótanács minden társaságban morális alapú irányítást kell, hogy biztosítson, ahol szüntelenül törekednek a teljes igazság kimondására; ahol a felelősségvállalást komolyan veszik, s ahol az integritás számít. Ehhez releváns, pontos és friss információk igénylésére van szükség. Az igazgatótanács tagok – különösen rövid távon – ezeket a célokat általában nem érik el. Greanleaf [1991: 99] úgy látja, hogy a névleges meghatalmazottakat többnyire kritikátlanul elfogadják, de ugyanígy a belső tisztségviselők által szolgáltatott adatokat nemkülönben, s nem törekszenek arra, hogy maguk kritikusak legyenek. Arra korlátozzák magukat, hogy megerősítsék az ügyvezetők és az irányító staff által meghatározott célokat.

Fama [1980] több évtizeddel ezelőtt megválaszolható kérdésként fogalmazta meg, hogy milyen mechanizmussal lehet hatékonyan ellenőrizni (hovatovább fegyelmezni) a vállalati felső vezetést. Mivel az erre rendelt testület az igazgatótanács, feltehetjük a kérdést – így Fama –, hogy azt miként lehet kialakítani ahhoz, hogy megfelelően ellássa feladatát. Fama úgy látta, hogy az értékpapír-tulajdonosok által uralt testület nem látszik

⁵ Chandra [(2003)] utal arra a kedvezőtlen körülményre, hogy sok nagy társaságban gyakran a menedzserek és a kézivezérelt (bábként mozgatott) igazgatósági tagok ellenőrzik a vállalatot, s az igazgatók a menedzsment cselekedeteinek pecsétnyomó-elfogadói lesznek. Az Enron, a Global Crossing, a Health-South, a Tyco és a World Com számos bizonyítékot szolgáltatott arra, hogy a menedzsment vagy félrevezeti az igazgatókat, vagy az igazgatótanács tagok félrenéznek, amikor a menedzsment – saját célú nyerés érdekében – kiszipolyozza a vállalatot.

optimális megoldásnak, vagy jó túlélési képességekkel rendelkezőnek. Negyedszázaddal később Jensen [2005] ugyanott tart, amikor a tulajdonos-tőkeműködtető megbízó-ügynök problémát annak effektív kezelésére alkalmas belső kormányzási rendszerrel, integritásukban sértetlen döntéshozókkal és hatékony monitoringgal oldják meg. Jensen kétségeit fogalmazza meg, amikor a gondot abban látja, hogy nem tudjuk miként is kreálható ilyen jól funkcionáló belső kormányzási szisztéma.

Az utóbbi évtizedek legnagyobb megrázkódtatását okozó bukását az Enron vállalat szenvedte el. Szemben a széleskörű közvélekedéssel, Zandstra [2002] úgy véli, hogy az Enron bukását igazán nem a reguláció hiányosságai okozták, hanem inkább az, hogy az Enron igazgatótanácsa megbukott azzal, hogy nem tudott etikailag felelős módon funkcionálni. Az Enron olyan problémák egyikét exponálta, amivel a modern társaságok és az összes részvénytulajdonos kell, hogy szembesüljön: a társaságok igazgatótanácsának szerepével. Zandstra nyomatékosan hangsúlyozza, hogy a vállalati felső vezetők felelősek az igazgatótanáccsal folytatott dialógusba való belépésért, a diszkuszió keretezéséért, az igazgatótanácsi döntések inputokkal történő ellátásáért és azok végrehajtásáért. Ez lehet az igazgatótanácsi lét egyik legtöbb gondot okozó aspektusa egy olyan nagyvállalatban, amelyben tagvállalatok százai-ezrei vannak, projektjei az egész világra kiterjednek, magas a szervezeti bonyolultsági fok, amit kevesen képesek hatékonyan kezelni. A nehézségek egyike éppen a korlátozott tudás, jelesül az információs aszimmetria.

A Powers-jelentés konklúziója szerint az Enron azért bukott, mert az igazgatótanácsa sokat hibázott. Vagy tudták, hogy mi történt a titkos partnerségekkel (special purpose entity), az összeférhetetlenséggel, az üzleti könyvek manipulálásával, s ebben az esetben bűnösök az átruházás vétkében; vagy pedig alkalmatlanok voltak, vagy egyszerűen nem értették meg szerepüket az Enron igazgatótanácsi tagjaként, amely esetben viszont bűnösök a mulasztás vétkében. Az is a mulasztás vétke, ha az egyén nem teszi meg azt, aminek megtételében megállapodott. A Powers-féle vizsgálóbizottság úgy vélte, hogy az Enron igazgatótanácsa hibázott abban, hogy nem igényelt több információt, s nem próbálta megérteni a kapott információkat [Powers et al., 2002: 23]. Azok, akik kemény kérdéseket tesznek fel és valódi válaszokat igényelnek, lehet, hogy nem lesznek újraválasztva az igazgatótanácsokba. Amennyiben a vállalati vezető nem elszámoltatható, az könnyen okozhat közbizonytalanságot, s csökkenést a részvényárakban. Amíg ez időlegesen hasznos lehet a felső vezetők számára, addig ez súlyos hibának bizonyulhat, ha túltekingtünk a nap történésein. Az Enron kiváló példája annak, hogy mi történik abban az esetben, ha az igazgatótanács nem gyakorolja hatalmát, nem tesz fel kérdéseket, s nem vár el elszámoltathatóságot a felső vezetőktől. Ez megmutatja a rövid távú mulasztás eredményét, ami hosszabb távon leromlást idéz elő.

Az intézményi befektetők részvénytulajdonlásának utóbbi évekbeli jelentős növekedéséről sok országban azt gondolják, hogy ezáltal nagy és hatalommal bíró képződmények jönnek létre a vállalatok monitorozása érdekében. A valóságban az intézményi befektetők – különösen azok, amelyek megbízottként szerepelnek – kollektív befektetési sémák és nyugdíjalapok ügynökeként, továbbra is korlátozott szerepet játszanak vállalatok tulajdonosaiként a vállalkormányzásban. A központi kérdés nem szükségképpen az, hogy kaphatnak-e pótlólagos tulajdonosi jogosítványokat részvényesekként, hanem inkább az, hogy azokkal a jogokkal sem élnek, amelyekkel már rendelkeznek. Ez természetesen azoknak a befektetőknek a kárára van, akik pénzalapjaikat ezekre az intézmé-

nyekre bízzák. Az intézményi befektetők számára éppen a tulajdonosi jogok felkészült gyakorlása költséges művelet. Sok esetben az intézményi befektetők úgy érzik, hogy az egyes vállalatokban viselt részesedésük nem elég nagy ahhoz, hogy igazolja a költséget (ld. részletesen OECD Principles, 2004).

A HATÉKONY KOCKÁZATVISELÉS GAZDÁTLANNÁ VÁLÁSA

Mehr-Hedges [1962] a vállalati kockázatmenedzselési döntések kezelésével kapcsolatban fontos alapelveket fogalmazott meg. Az első szerint, a döntéshozó ne kockáztasson többet, mint amekkora veszteséget megengedhet magának; a második elv alapján, a döntéshozó ne kockáztasson kevésért; a harmadik szerint, a döntéshozó legyen tekintettel a tétekre. A három alapelv operacionalizálásához a kockázatviselő köteles a következő feladatok elvégzésére. Az első alapelv kapcsán képesnek kell lennie megbecsülni a kockázati kitettségből származó veszteség-potenciált; a másodikhoz tartozóan mérnie kell azokat az erőforrásokat, amelyek rendelkezésre állnak a potenciál ellentételezésére; harmadsorban tudnia kell kifejleszteni olyan eszközöket, amelyek mérik az alternatív kockázatvállalási esetek költségeit és hozamait, adott kockázati szituációban. Az alapelvek és gyakorlati érvényesítésük prudens kockázatviselési magatartást ajánlanak és követelnek.

Az utóbbi két évtized ismétlődő vállalati válságai láttán a piac sokat vár el a vállalkormányzási rendszertől: az igazgatótanácsoknak tisztában kell lenni a vállalat stratégiájával és kockázati étvággyal. Ugyancsak szükségük van a kockázatmenedzselés és a vezetői díjazási rendszer ellenőrzésére, s arra, hogy azok kompatibilisek legyenek a vállalati célokkal és a kockázati étvággyal. A vezetői díjazási ösztönzők nem indukálhatnak kockázatvállalást a vállalati kockázati éhséget meghaladó mértékben. Amikor rövid távú kompenzációs ösztönzőket alkalmaztak, amelyek nem voltak összhangban a vállalat hosszú távú fenntarthatóságával, akkor az hozzájárult a menedzselhetetlenül nagy kockázat felhalmozódásához, ami vállalatok sorát tette tönkre. Isaksson-Kirkpatrick [2009] joggal teszi az igazgatótanácsok feladatává annak ellenőrzését, hogy a vállalati vezetői kompenzációs modell összhangban van-e a prudens kockázatvállalással, a vállalat hosszú távú céljaival, valamint a vállalati stratégiával.

Kirkpatrick [2009] úgy véli, hogy a szilárd kockázati kultúra megalapozása a vállalat egészére vonatkozóan lényeges, ugyanakkor fontos az igazgatótanács kockázati felügyeletének megerősítése. Az igazgatótanácsnak képesnek kell lenni a kockázati problémák kezelésére, s eszközöket kell kapnia ahhoz, hogy tagjai megértsék a kockázati étvagy jelentését, s az ezzel szemben álló vállalati teljesítmény jelentőségét.⁶ A fő gond abban áll, hogy a kockázatmenedzselés mélyen nem szervesült a vállalati szervezetben, ami

⁶ Kirkpatrick [2009] megjegyzi, hogy a Lehman Brothers társaságnál volt kockázati bizottság, ám az csak kétszer ülésezett 2006-ban és 2007-ben. A Bear Stearns a teljes kockázati bizottságot röviddel az összeomlás előtt hozta létre. Ennek az a fő tanulsága, hogy az igazgatótanács meg kell, hogy értse a vállalati üzleti stratégiát, alapvetően előretétektől perspektívából kiindulva, s nem megegyezve a folyó kockázati problémák és audit riportok szemlélésével.

egyértelmű vállalatkormányzási gyengeség. Amikor például a vállalat stratégiai döntés keretében jelentős piaci részesedés elérésére törekszik, s ehhez nem kapcsolódik megfelelő változás a kockázat-politikában, a kockázat-étvágyban, s a megfelelő indikátorok iránti igényben. Másik oldalról aggodalom jelentkezik a vállalatkormányzás igazgatótanácsi felügyeletével kapcsolatban, ugyanis a kockázati ügyek növekvő mértékben válnak túl speciális tudást igénylővé ahhoz, hogy az igazgatótanács érdemi felügyeletet gyakorolhatna felettük. Bár a válság hatására átstrukturálták az igazgatótanácsokat, az alapvető kérdés mégis az marad, hogy a válságot megelőzően miért nem voltak effektívek a helyenként túlságosan nagy kockázat érzékelésében.

A pénzügyi rendszer utóbbi néhány évtizedben kiteljesedett deregulációja és liberalizációja egy olyan – pénzügyi piaci szereplőkből álló – réteget kapcsolt be, amely felborította a tulajdonosok és tőkeműködtetők közötti törekeny egyensúlyt. Az új réteg szereplőit a szakmai irodalomban financialistáknak is nevezik [v.ö. Bresser–Pereira, 2010]. Ide tartoznak a vállalatok felső pénzügyi vezetői, a pénzügyi piaci kereskedők, a pénzügyi intézmények ügyvezetői, pénzügyi elemzők és tanácsadók. Eme új réteggént bemutatott professzionális vagy techno-bürokratikus aktorok a szabad pénzalapokkal rendelkező egyéni és intézményi befektetők nevében kereskednek, ezért díjazásként kamatot, osztalékot vagy befektetési hozamjárdékot kaphatnak. A vállalaton belüli, addig korlátok nélküli menedzseri érdekérvényesítés rendszere gyökeresen megváltozott, különösen a valamilyen rangú tőkepiacon jegyzett vállalatok esetében.

Az utóbbi két évtizedben jónevű vállalatok sora megbukott egy olyan árazási-értékelési rendszernek tulajdoníthatóan, amelyben a részvények (időről-időre) veszélyesen túlértékeltté váltak. A vállalatok felső vezetőinek és pénzügyi menedzsereinek sokasága találta magát olyan ördögkerékben, ahol a túlértékelt részvények olyan szervezeti erőt hoztak mozgásba, amelyek rombolták a vállalati értéket. Jensen [2005] meggyőzően bizonyítja: ha a vállalat részvényei túlértékelték, akkor nem valószínű, hogy a vállalat ezt igazoló teljesítményre lesz képes. Ilyen körülmények között a vállalat egyre nagyobb nyomás alá kerül, vagy a nagyobb teljesítmény szorításával szembesülve, vagy olyan lépésekre kényszerülve, amelyek rombolják a hosszú távú értéket, s amelyekről azt hiszik, hogy rövid távon generálják a piac által elvárt teljesítményt.

Ha a vállalat a piacot abban a hiszemben tartja, hogy képes értéket kreálni a piaci várakozások szerint, akkor ideig-óráig megőrizheti a növekedés illúzióját. Ha viszont a piac rájön, hogy a magas érték és a növekedés illúzió volt, akkor a vállalat értéke rohamosan esni kezd, mivel a túlértékelttség eltűnik, mint ahogy az eredeti valós érték is felmorzsolódik.⁷ Jensen [2005] figyelmeztetése szerint hibás az a megoldás, ha a vállalati menedzserek kompenzációját részvényekhez, s azok árfolyamához kötik, hiszen az tovább ronthatja a helyzetet. Jensen szerint a legtöbb, ami tehető, hogy megóvják a menedzsereket a rövid távú árfolyam-játékban való részvételtől. Sok jel mutat arra, hogy a túlértékelt részvények ügynöki problémája megoldható lenne a vállalatkormányzási rendszer célirányos beavatkozásával. A lényegi kérdés az, hogy a menedzserek visszatar-

⁷ A piac félvezetésének súlyos következményei vannak, hiszen a kedvező színben feltűnő vállalathoz a tőkepiacról ömlenek a pénzalapok, mind kölcsön mind részvénytőke formájában. A sok (felesleges) forrás birtokában nem profitábilis projektek megvalósításába kezdhetnek, ami súlyos károkat okozhat.

tása a túlzottan kockázatos árfolyam-műveletektől reális várakozás-e. Annyit mondhatunk, hogy az igazgatótanács súlyos hibát követ el akkor, ha nem állja útját a szervezeti érték rombolásának.

Ha az elemzők várakozásai konzisztensen és nagymértékben meghaladják azt a profitnövelési mértéket, amire a vállalatok valóban képesek, akkor nehezen ellentételezhető nyomás alá kerül a vállalat. A vállalati menedzsereknek kötelessége volna meggyőződéssel konfrontálódni a tőkepiacokkal. Fuller-Jensen [2002] azon az állásponton van, hogy a menedzsereknek nem szabad összejátszani az elemzők olyan várakozásaival, amelyek nem illeszkednek saját stratégiájukhoz, s piacaik alapvető karakteréhez. A menedzsereknek azért nem szabad fejet hajtani az elemzőknek a profitok előrejelzésére vonatkozó feszített igénye előtt, mivel a vállalatok általában nem úgy növekednek, hogy állandó emelkedéssel, minden negyedévben nagyobb eredményt érjenek el, mint az előzőben. Hosszú távon – megfelelően a piaci kívánalmak kielégítését szorgalmazó nyomásnak – a lehetetlenséggel határos előrejelezhetőséget és a meggondolatlanul nagy növekedést illetően, a vállalati menedzsereknek szembe kell nézni a vállalati érték rombolásával, s a vállalatok veszélyeztetésével.

Fuller-Jensen figyelmeztet arra, hogy a vállalati ügyvezetők gyakran beletörődtek a növekvően irreális profittervezésbe, s ezeket az adatokat tették meg bázisként a vállalati szervezeti célok kialakításakor. Több oka is lehet annak, hogy a vállalati vezetők időről-időre belemennek a játékba. Ezek közül is a legfontosabb a jó konjunktúra, a piaci kondíciók kedvező alakulása, amely képessé teszi a vállalatokat a múltbeli teljesítmények túlszárnyalására, s eközben megengedi a vállalati vezetőknek (s nemkülönben az elemzőknek), hogy normának tekintsék a növekedés fenntarthatatlanul magas szintjét. További ok, hogy jelentős eltolódás következett be a vállalati vezetők kompenzációját érintő alapfelfogásban. Azáltal, hogy a részvényopciók a vezetői díjazás növekvő részét tették ki, a részvényárak rövid távú megóvása sok első számú vezető és pénzügyi menedzser személyes (és egyben veszélyes) prioritásává vált. A vállalati menedzseri közösségek tétovázónak bizonyultak abban, hogy aláássák kedvező pozíciójukat azáltal, hogy lemondanak a negyedévenkénti profitnövekedés nehezen kivívott adatairól.

Fuller-Jensen éles kritikája szerint, az elemzők erős ösztönzést kaptak arra, hogy magas növekedési arányt, valamint előre jelezhető profitteljesítményt követeljenek egyrészt azért, hogy igazolhassák az általuk szolgált vállalat „egekbe szökő” értékelését, s elkerüljék reputációjuk olyan sérülését, amely a helytelen előrejelzésből adódhatott. Túlságosan is sok esetben, túl sok vállalatvezetői csoport és túlságosan sok elemző kötelezte el magát e veszélyes játéknak. Amint az Enron történelmi jelentőségű csődesete is bizonyítja, amikor a vállalatok még a túlzó várakozásokat is túllicitálják, s túlságosan is azon igyekeznek, hogy teljesítsék az elemzők irreális előrejelzéseit, akkor nagy kockázatú és értékromboló lépéseket tesznek. Továbbá azáltal, hogy kisimitják a pénzügyi eredmények grafikonját, hogy kielégítsék az elemzők igényeit a negyedévenkénti előrejelezhetőség érdekében, gyakran azzal jár, hogy lemondanak a vállalat hosszú távú jövőjéről. Tekintettel arra, hogy az üzleti tevékenységben inherens módon benne rejlő bizonytalanság nem tüntethető el, a periódusról periódusra következő függő növekedést elérni olyan játszma, amit a vállalati felső vezetők nem nyerhetnek meg.

A pénzügyi rendszer deregulációja és liberalizációja nyomán a korábban kétszereplős tulajdonos-tőkeműködtető menedzser reláció háromszereplőssé vált az ún. financia-

listák rendszerbe kerülésével. E „harmadik erő” a vállalati menedzserek fölé kerekedett, a vállalati tőkeműködtetők a techno-bürokrácia érdekei szerint cselekedtek. Ez a működési, finanszírozási, irányítási és kompenzációs kockázat akkumulálódásához vezetett, s a növekvő kockázat egyre nehezebben allokálhatóvá, azt is mondhatjuk, hogy lényegében gazdátlanává vált. Csaknem mindennapos gyakorlat lett a „mások” forrásainak kifejezetten nem prudens módon történő kockáztatása. A vállalatkormányzási rendszer, s annak kulcsintézménye nem tudta eltéríteni a menedzsereket a veszélyes és káros kockázatvállalástól, s ennek dollár ezer milliárdokban mérhető veszteség lett az eredménye.

A RÉSZVÉNYESI ÉRTÉK MAXIMALIZÁLÁSA VERSUS AZ ÉRDEKHORDOZÓI VESZTESÉG MINIMALIZÁLÁSA

Az értékmaximalizáció szerint a menedzserek összes döntésüket úgy kell, hogy meg-hozzák, hogy az növelje a vállalat teljes, hosszú távú piaci értékét. Ezzel szemben az érdekhordozói elmélet szerint a menedzserei döntések figyelembe kell, hogy vegyék a vállalat összes érdekhordozójának szempontjait. Ahogy a vállalatkormányzás terminu-sa, ugyanígy az érdekhordozói teória is az 1990-es évektől ismétlődő vállalati működési, finanszírozási és irányítási válságok terméke. A vállalatkormányzásról hagyományosan gondolkodók megegyeznek abban, hogy a jogi korlátokon és etikai szokásokon belül, a menedzserek egyetlen kötelessége a részvénytulajdonosi érték maximalizálása [Friedman, 1970; Jensen-Meckling, 1976; Jensen, 2002]. Alpaslan [2009] joggal teszi fel a kérdést: mi van akkor, ha a válsággal összefüggésben az érdekhordozók veszteségének minimalizálása konfliktusba kerül a részvénytulajdonosi érték maximalizálásának cél-jával? A tradicionális vállalatkormányzási princípiumnak megfelelően a menedzserek csak akkor minimalizálhatják az érdekhordozók veszteségeit, ha maximalizálják a rész-vénytulajdonosi értéket a társadalom jogi szabályainak és etikai szokásainak megsértése nélkül.⁸ A válságok kontextusában az érdekhordozói modell általában egyezik a „mél-tányosság princípiumával”, amely hangsúlyozza annak fontosságát, hogy a vállalatkor-mányzásba belefoglaltassanak mindazok az érdekhordozók, akiket a vállalatok akciója vagy tértelensége sérthet [Donaldson-Dunfee, 1994: 260; Donaldson-Preston, 1995: 85].

Az érdekhordozói modell elismeri és értékeli azt az etikai ideát, amely azt követeli, hogy ha konfliktus van a részvénytulajdonosi modell és az etikai szokások vagy morális princípiumok között, akkor az etikai szokások kell, hogy domináljanak [Quinn-Jones, 1995: 23]. Az érdekhordozói modellnek megfelelően a vállalatnak több célja kell, hogy legyen, s a menedzserek figyelembe kell, hogy vegyék az érdekhordozók érdekeit [Vida-ver-Cohen, 1998: 397; Jensen, 2002: 236]. Az érdekhordozói modell azt sugallja, hogy a válságok kontextusában az érdekhordozói veszteségminimalizálási kötelezettsége időn-ként dominálja a részvénytulajdonosi értékmaximalizálás kötelezettségét. Az érdekhor-dozói modell támogatói szerint, a részvénytulajdonosi érték maximalizálása fontos, de csak egy a sok cél között [Marens-Wicks, 1999:289]. Más szavakkal: az érdekhordozói

⁸ Ténylegesen a vállalatkormányzás részvénytulajdonosi értéket maximalizáló modellje azt vélelmezi, hogy a válságra adott válaszaik megformálásakor valamilyen költség-haszon elemzést végeznek.

modell legalább egy fontos tekintetben eltér a részvénytulajdonosi értékmaximalizálás modelljétől: míg a részvénytulajdonosi modell a társadalom jogi szabályait és etikai szokásait externális korlátnak tekinti a részvénytulajdonosi értékmaximalizálás céljához rendelten, addig az érdekhordozói modell belefoglalja a jogi szabályokat és az etikai szokásokat az érdekhordozói veszteségminimalizálás céljába, s nem externális korlátként kezeli.

Jensen [2002] az érdekhordozói elméletet eredendően hibás teóriának tartja, mivel sérti azt a tételt, hogy minden szervezetnek egyértékű célja kell, hogy legyen. Ő azt állítja, hogy ha egy vállalat adaptálja az érdekhordozói teóriát, akkor hátrányba kerül a túlélésért vívott versenyben, ama cselekedetek alapján, hogy az érdekhordozói teória átpolitizálja a vállalatot, s a menedzsereket felhatalmazza arra, hogy saját preferenciáikat kövessék a vállalat erőforrásainak felhasználása során. Jensen szerint logikailag lehetetlen maximalizálni egynél több dimenzióban, ugyanabban az időben, hacsak a dimenziók nem egymás monoton transzformációi. Így, ha a menedzser azt a feladatot kapja, hogy maximalizálja a folyó profitot, a piaci részesedést, a profit jövőbeli növekedését vagy valami más mutatót, akkor a menedzser abba a helyzetbe kerül, hogy nem lesz képes megalapozott döntést hozni. Így valójában a menedzser specifikus cél nélkül marad: az eredmény zavar lesz és a tudatosság hiánya. Jensen azt is kiemeli, hogy a vállalat teljes piaci értékének maximalizálása az egyetlen célfüggvény, amely megoldja a többi alkotóelem közötti átváltási problémát. Ez azt jelzi a vállalatnak, hogy addig költsön forrásaiból pótlólagos összeget mindegyik alkotóelem kívánalmainak teljesítésére, amíg az alkotóelem által szolgáltatott eredmény értéke nagyobb ennél a pénzbeli áldozatnál. Habár van sok egyértékű célfüggvény, amely eligazíthatja a vállalati menedzsereket döntéseikben, az értékmaximalizálás azért különösen fontos, mert bizonyos feltételek mellett elvezet a társadalmi jólét maximalizálásához.

Mivel az érdekhordozói elmélet nem ad kritériumot arra vonatkozóan, hogy mi a jobb, vagy mi a rosszabb, ez olyan hatással lesz az igazgatótanácsokra és a vállalati döntéshozókra, hogy nem lesz elvileg megalapozott kritérium a döntéshozatalukhoz. Ha ez igaz, akkor mégis mi az oka annak, hogy oly sok menedzser és vállalati igazgató fogadja el az érdekhordozói teóriát? Az érdekhordozói teória az önérdéküket követő menedzserek pozícióit erősíti, megengedve számukra saját érdekeik érvényesítését a társadalom és a finanszírozási követelések tulajdonosainak rovására. Ez megengedi hogy a menedzserek és igazgatók beruházzanak a favorizált projektjeikbe, s rombolják a vállalati értéket anélkül, hogy kénytelenek volnának igazolni az értékrombolást. Ez akkor is igaz lehet, ha a menedzserek nem ismerik el, hogy az érdekhordozói elmélet adaptálása elszámolhatatlanná teszi őket. Azáltal, hogy az érdekhordozói elmélet a menedzserek hatalmát ily nem produktív módon kiterjeszti, megnöveli az ügynöki költséget a vállalati rendszerben. Ebben a tekintetben nem meglepő, hogy sok vállalati menedzser kedveli ezt a helyzetet. Az érdekhordozói elmélet képviselői gyakran aktív támogatást kapnak azoktól a menedzserektől, akik gyengíteni remélik azoknak a korlátoknak az erejét, amelyeket az értékre törekvési kritérium, a tőkepiacok általi felhatalmazás, a vállalatirányítási piac és a termékpiac biztosít.

Láthatóan ellentétesek az álláspontok abban a tekintetben, hogy a vállalatok vajon jobban járnának-e, ha a részvényesi gazdagság maximalizálását mint célt felváltanák a vállalatkormányzás szélesebb értelmű céljával. Abban egyetértés mutatkozik, hogy a részvényesek gazdagságának maximalizálása jelentősen csökkenti a hatékonysághiányt,

s megóv az erőforrások pazarlásától. Ez jól artikulált cél, s elég átfogó ahhoz, hogy lokalizálja az olyan negatív események hatását, mint a megemelkedett szisztematikus kockázat. A részvényesi gazdagság-maximalizálási cél felváltása bizonyosan csökkentené a hatékonyságot, továbbá a többcélúság elfogadása felnagyítaná az ügynöki problémát a vállalatban.

Bár a gyakorlatban a részvénytulajdonosi modell dominálja a vállalatkormányzási gyakorlatot [Bradley et al. 1999; Margolis–Walsh, 2003: 271], mégsem képes kielégítő útmutatást adni válsághelyzetben. Az idézett forrásokban foglalt vélemények szerint a vállalatkormányzás részvénytulajdonosi modellje képtelen etikailag megfelelő választ adni arra a kérdésre, hogy miként kormányozhatók a vállalatok a válságok kontextusában. Tény, hogy a részvénytulajdonosi értékmaximalizáló modell konfliktusba kerülhet néhány előreláthatóan elfogadható kötelezettséggel. Az etikus kormányzás válságok idején jelentkező problémájára utalva Rowley [1997: 907] és Freeman-Phillips [2002: 334] szembeállítja a részvénytulajdonosi modellt a vállalatkormányzás érdekhordozói modelljével, s ez az összehasonlítás arra fókuszál, hogy a menedzserek miként egyensúlyoznak a sokszínű érdekhordozói szükségletek között. A kifejtettek alapján az érdekhordozói modell etikailag alkalmasabb vállalatkormányzási választásnak látszik a válságok kontextusában; eltérően a részvénytulajdonosi modelltől, amely kiindul a részvénytulajdonosi értékmaximalizálás céljából, s korlátként kezeli az etikai megfontolásokat, az érdekhordozói modell viszont kiindul az érdekhordozói veszteségminimalizálás céljából, ami közvetlenül az indulástól magában foglalja az etikai megfontolásokat.

Érdemes összegezni az eddig megfogalmazott pozitív és normatív argumentumokat. Az érdekhordozó teóriát követő vállalatok, ahogy azt általában vélik, jóval kevesebbet tesznek a versenyben való túlélésért azokhoz viszonyítva, amelyek jól definiált egyértékű célt követnek, mint például az értékteremtés. Ha a vállalatok az értékgenerálás elvét követik, akkor a társadalmi jólét nagyobb lesz, s normatívabb is. A menedzsereket és igazgatókat önérdékük arra vezeti, hogy preferálják az érdekhordozói teóriát, mivel az növeli hatalmukat és eszközeiket, amelyeket nem tekintenek cselekedeteikért elszámoltathatónak. Egyet kell érteni Jensen [2002] véleményével abban, hogy a vállalatkormányzási körökben legitimitációt szerezni kívánó érdekcsoportok önérdéke befolyásuk kiterjesztése a vállalati erőforrások allokációja fölött, s ezek támogatni fogják a menedzserek és igazgatók befolyásolása révén az érdekhordozói teóriát.

A vállalatkormányzási rendszer hatékony működése szempontjából nyugtalanító az az eszmei zavar, ami az értékmaximalizációs cél és az érdekhordozói modell közüli választhatóságot uralja. Az érdekhordozói modell preferálásában visszatérő argumentum az etikai megfontolások jelentősége. Ugyanakkor azt is látnunk kell, hogy az etikai szempont és az értékmaximalizáció mellőzésével lazuló hatékonysági kritériumok elmentmondásban vannak egymással. Itt vélhetően ugyanarról van szó, mint a menedzserek tulajdonosoktól való függetlenedése esetében: kísérlet történik a menedzserei mozgástér tágítására, a transzparencia és az elszámoltathatóság lehetőségének szűkítésére. Ilyen szempontból a vállalati célok szaporodása a látszattal ellentétben nem javítja a vállalatvezetési orientációs lehetőségeket, hanem inkább újabb konfliktusforrást jelent, s gyengíti a vállalatkormányzást. Ahhoz nem fér kétség, hogy az érdekhordozói veszteség minimalizálása etikus és méltányos cél, aminek azonban mind válságban, mind prosperitás idején ára van, amit a hatékonyságvesztés fokával mérhetünk.

A KIÚTTALANSÁG MODELLJE

Fejtegetéseink az eddigiekben a vállalatirányítási elmélet és praxis teoretikus és gyakorlati megközelítéseiről, a vállalatkormányzás kívánatos működési módjáról és hatékonysági problémáiról szóltak. Ezek alapján joggal tehetjük fel a kérdést: mi lehet a mélyebb oka annak, hogy szűkebb értelemben az igazgatótanácsi működésben, tágabb értelemben pedig a vállalatkormányzásban sok a túlélő működési zavar, sok a nem kielégítő hatékonyságot érintő, visszatérő kritika.

Ha e kérdésre meggyőző választ akarunk adni, akkor azt kell feltárnunk, hogy az egyensúlyra törekvés helyett miért az egyensúlytalanság uralja a vállalatirányítási modell működését. A korábbiakban felvázoltak szerint, a vállalatirányítási funkció több piac metszési síkjába került a történeti fejlődés során. A klasszikus modellben a tulajdonos-működtető vállalkozót döntően a termék- és tényezőpiac befolyásolja, illetve korlátozza. Amikortól megkezdődik és hosszú ideig tartó változássorozat eredményeként végbemegy a tulajdonlás és működtetés szétválása, akkor újabb piaci metszetek szerepe aktivizálódik. Az értékpapírok birtoklására koncentráló tulajdonos számára a tőkepiac értékelő funkciója válik a legfontosabbá, a tőkeműködtetők minősítése pedig a menedzseri munkaerőpiac feladata lesz. A financialisták techno-bürokratikus rétegének bekapcsolódásával a legszélesebb értelemben vett pénzügyi piacoknak kénytelenek megfelelni a tőkeműködtető menedzserek.

Mindegyik piacra az a jellemző, hogy alternatív lehetőségeket kínálnak, ami azzal a következménnyel jár, hogy a több piac metszési síkjában az elvileg centrális szerepet játszó vállalatirányítási funkció és maguk az intézmények is mellékessé válnak e piacok működésében. A vállalati részvénytulajdonosok számára az általuk birtokolt vállalati papírok mindenkori árfolyama és a fizetett osztalék lesz elsődleges jelentőségű; a menedzserek számára a vállalatvezetői munkaerőpiacon szereshető reputáció s a menedzseri külön érdekek érvényesítése; a financialisták számára a vállalati jövőbeli teljesítmény-várakozások felszólása; az érdekhordozói veszteségek minimalizálása (különösen válság esetén) könnyen mehet a részvénytulajdonosok érdekeinek rovására. A vállalatirányítási modell működésével kapcsolatba kerülő piacok mozgásiránya divergenssé válik, inkább gyengítik, nem pedig erősítik egymás hatását a vállalatkormányzás javítása érdekében. A tőkepiacok, a menedzseri munkaerőpiac, a termék- és tényezőpiacok olyan mechanizmusokat működtetnek, amelyek a maguk – mondhatjuk izolált – szerepét maradéktalanul betölthetik úgy, hogy csekély mértékben korlátozzák a vállalati felső vezetőket – a gyakran egyoldalú – önérdék érvényesítésben.

Az utóbbi évtizedek leggyakrabban megfogalmazódó kételye a vállalatkormányzási rendszer működésével kapcsolatban az volt, hogy az igazgatótanács képes lehet-e ellensúly lenni a sokak által tényként kezelt vállalati menedzseri túlhatalommal szemben. Amikor azt várjuk, sőt követeljük, hogy a vállalat tulajdonosait képviselő igazgatótanács hatékony kontroll, fegyelmező erő, effektív beszámoltató intézmény és valós ellensúly legyen a tőkeműködtető vállalati ügyvezetőkkel szemben, akkor valójában lehetetlent kívánunk a vállalatkormányzás főszereplőitől. Olyan mennyiségű, bonyolultságú és mélységű tudást várunk el, sőt követelünk, ami elvileg megszerezhető, a valóságban olyan áron, ami megfizethetetlen és nem is éri meg. A vállalatirányítás uralkodó modelljében az igazgatótanács és a felső vezetők között súlyos aszimmetrikus információs szakadék

feszül. A probléma igazán nem az igazgatótanácsok belső és külső tagjainak szakmai felkészültségével és morális tartásával kapcsolatos, hanem a vállalat-specifikus irányítási tudás megszerzhetőségével. Az igazgatótanács tagok nem lehetnek hozzáértők az üzlet minden aspektusának részleteiben, s ha arra törekednének, hogy a menedzserek informáltságával és tudásával azonos legyen a tájékozottságuk, akkor az vállalhatatlanul nagy (irányítási) tranzakciós költség megfizetését igényelné. Egyszerű, praktikus érvek is szólnak amellett, hogy az igazgatótanács képében – a vállalaton belül – ne épüljön ki párhuzamos kompetencia-hatalom a felső vezetés kontrolljára és kiegyensúlyozására. Ennél is nyomósabb érv e tudás és informáltság megszerzésének költsége. Ha csak az igazgatótanács külső tagokat vesszük alapul, azoknak e pozíciójuk mellett vannak az állásukhoz kötődő kötelezettségeik, így az igazgatótanács tagjukkal kapcsolatban nem követelhetők tőlük extra tudásbeli teljesítmények.

Ha tekintettel vagyunk az aszimmetrikus információs helyzet felszámolásának kvázi lehetőségére, vagy az erre tett kísérlet vállalhatatlanul nagy tranzakciós költség-szükségletére, akkor azt is felmérhetjük, hogy az igazgatótanácsok gyakran formális működése, az igazgatók engedékenysége vagy a felső vezetőkkel való látszólagos „lepaktálása” mögött talán nem is morális gyengeség, szakmai felkészületlenség vagy átfogó inkompetencia húzódik meg, hanem olyan vállalatirányítási rendszerhiba, amely a tulajdonlás és a tőkeműködtetés szétválására vezethető vissza. A vállalkozások részvénytársasági formája igen sok előnye (könnyű tőkebevonás, korlátolt felelősség, redukált kockázatvállalás etc.) mellett, magában hordozza az igazgatótanácsok ügyvezetéssel szembeni erőtlenségét, az aszimmetrikus információs helyzet sokrétű megnyilvánulását, az effektív kockázatviselés relativizálódását, a válságokkal kapcsolatos tehetetlenséget. Sok jelből arra következtethetünk, hogy a hatékony vállalatkormányzás a vágyott, ám soha el nem érhető célkitűzések közé tartozik. Az aszimmetrikus információ, a morális kockázat, a kontraszelekció és az összeférhetetlenség az az ár, amit a részvénytársaságok gazdaságilag és társadalmilag hasznos tevékenységéért fizetni kell. Van egy vonatkozás, amely a haszon és az ár közötti átváltásban különös figyelmet érdemel, s ez a kockázatkezelés számos anomáliája.

A vállalatirányításnak ebben a nem az egyensúly felé törekvő működésében időről-időre számítani kell a más gazdasági szereplők rovására vállalt kockázatok felhalmozódására. Amikor elkezdődött a tulajdonlás és tőkeműködtetés szétválása, attól fogva a kockázatvállalás személytelenné, telepíthetetlenné és korlátozhatatlanná vált. A menedzserek saját hasznossági optimumát követő expanziós beruházások és akvizíciók, az elemzők és tanácsadók profitvárakozásai követeléseinek teljesítése és sok más mozzanat tipikus példája a másik aktor kockázatára hozott döntésnek, s nem is beszélve a menedzserek díjazási és kompenzációs igényeinek elvtelen igazgatótanácsai teljesítéséről. A vállalat irányításában részt vevő tulajdonosi, vezetési, finanszírozási erők kölcsönkapcsolatait tartósan az egyensúly hiánya, sőt a permanens kiegyensúlyozatlanság jellemzi. Az ismétlődő termelési és finanszírozási válságok nem kis mértékben a vállalatirányítási hatóerők közötti kiegyensúlyozatlanságnak tulajdoníthatók. Egy-egy válságperiódust követően átstrukturálják az igazgatótanácsokat, megnövelik a külső igazgatók számát és arányát, hangsúlyozzák a vállalatkormányzás súlyát és fontosságát a vállalati működés hatékonyságának javításában. Ideig-óráig hatóképesek is ezek a lépések, ám rövid idő

múltán visszaáll az egyensúlytalanság, mintha az lenne a vállalatirányítás természetes és kívánatos állapota.

Vitán felül áll, hogy a vállalatkormányzási rendszer hatékony működésében kulcs szerepe van a tőkeműködtető menedzserekhez való viszonyoknak. Az igazgatótanács és a felső vezetés között azért kell létrehozni a fékek és ellensúlyok effektív rendszerét, hogy elkerülhető legyen a menedzseri pozícióval való visszaélés, s annak hibás kihasználása. Bár joggal éri kritika az érdekhordozói teória alapvetését a többcélúság és a hatékonyságvesztés fenyegetése miatt, mégis jobb volna olyan vállalatirányítási modell felé orientálódni, amelyben nagyobb szerepe van az üzleti aktorok erkölcsi integritásának. Kárt okozhat az olyan etikai kultúra, amelyben meghatározó lesz a menedzseri önérték, a felső vezetésnek való feltétel nélküli engedelmesség, s annak érzékeltetése, hogy a szabályok csak arra szolgálnak, hogy megvédjék a vállalati felső vezetést az esetleges vádaskodástól. Az üzleti működéstől nem lehet elvonatkoztatni az erkölcsi elveket: az alapvető erkölcsi törvények keretek közé szorítják a vállalatirányításért felelős személyek tevékenységét. A szabályokon alapuló vállalatirányítás nem kerülhet szembe az etikus vezetési móddal. Ebben döntő szerepe van a gazdasági aktorok belső visszatartó erkölcsi erejének. Az etikus vállalatvezetői magatartás nem kényszeríthető ki csupán a reguláció változtatásával, a szabályok szigorításával. Az etikus vállalatvezetési mód paradoxonja abban áll, hogy míg az opportunista viselkedés megfékezésére hozott új szabályok mérsékelhetik az etikátlan viselkedés szimptomáit, addig az opportunizmus gyökerei erősödhetnek. A hatékony vállalatkormányzás az üzleti és etikai elvek együttes követésével érhető el, amiben nagyon sok múlik a vezetők feddhetetlenségén, tisztességén és erkölcsi integritásán.

Igazgatótanácsi tagnak lenni nagy és bonyolult vállalati szervezetben nagy kihívást jelent. Az igazgató részéről független és objektív ítéletkezés csak kvalifikáltság, alkalmaság és erkölcsi erő birtokában remélhető. A vállalati menedzserek pedig nem mehetnek szembe a társadalom etikai normáival. Erkölcsi visszatartó erő hiányában az igazgatótanácsi tagok kísértést érezhetnek olyan magatartásra, amely inkább szolgálja a felső vezetők, vagy a saját maguk érdekeit, mint a részvényesekét. Az igazgatótanács tagjai tudják, hogy cselekedeteiknek vagy azok hiányának komoly következményei lehetnek. Az eredendően egyensúlyhiányos vállalatkormányzási rendszerben az erkölcsi visszatartó erő hatékony fék és ellensúly lehet.

FORRÁSMUNKÁK

- Alchian, A. A. – Demsetz, H. (1972): "Production, Information Costs, and Economic Organization." *The American Economic Review* 62(5): 777-795.
- Alchian, A. (1969): "Information Cost, Pricing and Resource Unemployment." *Economic Inquiry* 7: 109-128.
- Alpaslan, C. M. (2009): "Ethical Management of Crisis. Shareholder Value Maximization or Stakeholder Loss Minimization." *Journal of Corporate Citizenship*. Winter 41-50.

- Arrow, K. J. (1964): "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing." *Review of Economic Studies* 36(86): 91-96.
- Baumol, W. J. (1959): *Business behaviour, value and growth*. Princeton University, Princeton.
- Baumol, W. J. (1962): "On the Theory of the Expansion of the Firm." *American Economic Review* 52: 1078-1087.
- Berle, A. A. – Means, G. C. (1933): *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York
- Bradley et al. (1999): "The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads." *Law and Contemporary Problems* 62(3): 9-86.
- Bresser – Pereira, L. C. (2010): *The Global Financial Crisis and After: A New Capitalism?* www.bresserpereira.org.br Lekérdezve: 2012. 03. 03
- Chandra, G. (2003): "The Enron Implosion and Its Lessons." *Journal of Management Research*, 3(8): 98-111.
- Coase, R. H. (1937): "The Nature of the Firm." *Economica* 4(16): 386-405.
- Coase, R. H. (1960): "The Problem of Social Cost." *Journal of Law and Economics* 3: 1-44.
- Coffee, J. C. (2001): "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control." *Yale Law Journal*, 111: 1-82
- Cyert, R. – March, J. (1963): *Behavioral Theory of the Firm*. Blackwell, Oxford.
- Donaldson, T. – Dunfee, T. W. (1994): "Toward a Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory." *Academy of Management Review* 19(2): 252-284.
- Donaldson, T. – Preston, L. (1995): "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications." *Academy of Management Review* 20: 65-91.
- Fama, E. F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm." *Journal of Political Economy*
- Fuller, J. – Jensen, M. C. (2002): "Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game." *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(4): 41-46.
- Freeman, R. E. (1984): "The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions." *Business Ethics Quarterly* 4(4): 409-421.
- Freeman, R. E. – Phillips, R. A. (2002): "Stakeholder Theory: A Libertarian Defence." *Business Ethics Quarterly* 12(3): 331-350.
- Friedman, M. (1970): "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profit." *New York Times Magazine*
- Greanleaf, R. (1991): *Servant Leadership: A Journey into the Nature of Legitimate Power and Greatness*. Paulist Press, New York.
- Gregg, S. (2001): *Corporations and Corporate Governance: A Return to First Principles*. The Centre of Independent Studies, Sidney.
- Hall, R. – Hitch, C. (1939): "Price Theory and Business Behavior." *Oxford Economic Papers* 2(1): 12-45.

- Isaksson, M. – Kirkpatrick, G. (2009): "Corporate Governance: Lessons from the Crisis. Lessons from financial crisis. Panel Sessions Highlights from the 2010 FMA Annual Meeting." *OECD Observer* 237.
- Jensen, M. C. (2002): "Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function." *Business Ethics Quarterly* 12(2): 235-256.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1995): "Specific and General Knowledge, and Organization Structure." *Journal of Applied Corporate Finance*. 4-18.
- Jensen, M. C. (2005): "Agency Costs of Overvalued Equity." *Financial Management*. 34(1): 5-19
- Jones, T. M. – Wicks, A. (1999): "Convergent Stakeholder Theory." *Academy of Management Review* 24: 206-221.
- Kirkpatrick, G. (2009): "Corporate Governance: Lessons from the Crisis." *OECD Journal: Financial Market Trends* June: 61-87.
- Lewitt, A. (2002): *Take on the Street*. Pantheon Books, New York
- Margolis, J. – Walsh, J. P. (2003): "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business." *Administrative Science Quarterly* 48(2): 268-305.
- Marris, R. (1964): *Economic Theory of Managerial Capitalism*. Mc Millan, London.
- Mehr, R. I. – Hedges, B. A. (1962): *Risk Management in the Business Enterprise*. Homewood, Illinois.
- Marens, R. – Wicks, A. (1999): "Getting Real: Stakeholder Theory, Managerial Practice and the General Irrelevance of Fiduciary Duties Owed the Shareholders." *Business Ethics Quarterly* 9(2): 273-293.
- Phillips, R. A. (1997): "Stakeholder Theory and a Principle of Fairness." *Business Ethics Quarterly* 7(1): 51-66.
- Powers, W. (2002): *Report of the Special Investigation Committee (of Enron)*. Enron Corporation.
- Powers, W. – Troubh, R. – Winokur, H. (2002): *Report on Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corporation*. Enron Corporation, Houston, TX
- Quinn, D. P. – Jones, T. M. (1995): "An Agent Morality View of Business Policy." *The Academy of Management Review*. 20: 22-42.
- Richardson, G. B. (1972): "The Organisation of Industry." *The Economic Journal* 82: 372.
- Ross, S. (1973): "The Economic Theory of Agency The Principal's Problem." *American Economic Review*. 63(2): 134-139.
- Rowley, T. J. (1997): "Moving Beyond Dynamic Ties: A Network Theory of Stakeholder Influences." *Academy of Management Review*. 22(4): 887.
- Shrivastava, P. (1993): "Crisis Theory/Practice: Towards a Sustainable Future." *Industrial and Environmental Crisis Quarterly*. 7: 23-42.
- Simon, H. (1955): "A Behavioral Model of Rational Choice." *Quarterly Journal of Economics*. 69: 99-188.

- Spence, M. A. – Zeckhauser, R. (1971): “Insurance, Information and Individual Action.” *American Economic Review*. 61(2): 380-387.
- Vidaver-Cohen, D. (1998): “Motivational Appeal in Normative Theories of Enterprise.” *Business Ethics Quarterly*. 8(3): 385-407.
- Williamson, E. (1966): “Profit, Growth and Sales Maximization.” *Economica*. 33(1): 1-16.
- Williamson, E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. The Free Press, New York
- Zandstra, G. (2002): “Enron, board governance and moral failings.” *Corporate Governance* 2(2): 16-19.