

A VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY TORZÍTOTT KIMUTATÁSÁNAK OKAIRÓL ÉS INDÍTÉKAIRÓL

Bár a vállalati teljesítmény torzított kimutatásának tömegessége (a 2000-es évek elején) legelőször olyan reakciókat váltott ki mind a szakmai körökben, mind a közvéleményben, amelyek fényében a számviteli csalások alapvetően etikai vétségként tűntek fel. A hamis pénzügyi beszámolás azonban sokkal inkább a vállalati környezet és a részvénytőzsi működés torzulásának terméke. A korrekt számviteli beszámolás, a funkcióit következetesen gyakorló regulációs intézményrendszer, a szereplők megkérdőjelezhetetlen etikai szilárdsága, a tulajdonosok érdekeit hiánytalanul képviselő vállalatkezelés és a vállalati teljesítményeket mindenkor korrekten értékelő piac együtt biztosíthat kiutat a teljesítménymérés krónikussá vált kríziséből.

1. LEHET-E A FŐ MAGYARÁZAT AZ ETIKÁTLANSÁG?

A 2000-es évek elején több mint négyezer amerikai nagyvállalat bukását okozta a vállalati teljesítmény torzított kimutatása nyomán bekövetkezett vállalati krízis. A vállalati teljesítmény torzított kimutatásának tömegessége legelőször olyan reakciókat váltott ki mind a szakmai körökben, mind a közvéleményben, amelyek fényében a számviteli csalások alapvetően etikai vétségként tűntek fel. Nehéz volna igazolni, ha nem lehetetlen, hogy a pénzügyi beszámolókat készítő egyének erkölcsi integritásának hiánya a fő magyarázat. A vállalati döntéshozók és a döntéseket létrehozó egyének természetesen aktív szerepet játszanak az agresszív profitcélok kitűzésében, s a hamis beszámoló készítését kiváltó, vállalatban belüli nyomásgyakorlásban, kétséges azonban, hogy az e rendszerben működő egyéneknek van reális mérlegelési lehetősége a hamissághoz vezető magatartás és tevékenység elutasításában.

A fő kérdés természetesen az, hogy a vállalati pénzügyi beszámoló készítői miért állítanak valótlanul a vállalat várható pénzügyi teljesítményéről, s ennek következményeként miért vezetnek félre a befektetőket. A vállalati teljesítménymérés világában olyan rendszer működik, amelyben a várakozások megfogalmazása és teljesülése szigorú piaci kontroll alatt van, s a vállalati beszámolókat is független külső intézmények hitelesítik. A kontroll és a minősítés e zárt rendszerében keletkeznek olyan torzulások, amelyek nem magyarázhatók egyetlen tényező, az etikátlanság hatásával. Annak érdekében, hogy e torzulások mélyebb okai tisztázhatók legyenek, szükség van a legfontosabb érdekelttek és szereplők motívumainak, indítékainak és tetteinek mélyreható és sokoldalú elemzésére.

A torzításon alapuló hamis beszámoló készítésének indítékai nem érthetők meg a tőzsdei elemzők, az auditorok, a hitelminősítő ügynökségek érdekeltségének és cselekedeteinek vizsgálata nélkül. Ezen túl elkerülhetetlen a vállalatkezelés alkotóelemeinek kritikai vizsgálata is. A bizalom az a kapocs, amely a felsorolt szereplők és intézmények tevékenységét és a befektetői aspirációkat összeköti. Ha a vállalati pénzügyi beszámolókból, a folyamatosan közreadott információkból a befektetők

nem következtethetnek a vállalat valós jövedelemtermelő képességén alapuló fundamentális értékére, akkor megrendülhet a befektetők bizalma. A vállalati számviteli kimutatásoknak kulcsszerepük van a befektetők tájékoztatásában, a vállalat és a részvénytulajdonosi környezet közötti kommunikációban.

A torzítatlan vállalati teljesítménymérés viszonylatában a részvénytulajdonosi piacra úgy tekintenek, mint ami hosszabb távon képes a buborék felszámolására, az akár tömeges túlértékelés megszüntetésére. A számviteli szabálytalanságok és csalások legmélyebb mozgatói csak úgy érthetőek meg, ha felismerjük a részvénytulajdonosi működés kettősségét: az egyik oldalról törekszik a megtisztítás, az egyensúly, a méltányos értékelés/árazás felé, ugyanakkor a piaci szereplőket időről időre rákényszeríti teljesíthetetlen vállalások megtételére a vállalati teljesítményt illetően, egyúttal magában foglalja a csalárdságra, hamisságra ösztönzés és az irreális piaci várakozások teljesítésének kényszerét. A részvénytulajdonosok gazdagságának maximalizálására épülő rendszerben végső soron éppen a tulajdonosok-befektetők lettek a számviteli csalárdságok fő vesztesei, s ez éppoly nehezen feloldható ellentmondás, mint a piaci működés említett kettőssége.

2. A SZÁMVITELI SZABÁLYTALANSÁG SZEREPE A VÁLLALATI TELJESÍTMÉNYSZÁMÍTÁSBAN

A számvitel a tájékoztatás sajátos eszköze, amely a pénzügyi beszámolók révén képet ad a vállalkozások vagyoni és pénzügyi helyzetéről, azok jövedelemtermelő képességéről. A számvitel mint a megbízható, hiteles és hasznos információk közvetítője, befolyásolja a vállalat túlélését. A vállalati stratégia hibái vagy nem megfelelő végrehajtása „sebeket ejthet” a vállalatnál, a problémák felismerését követően nem kizárt újabb üzleti siker elérése. Ezzel szemben, ha a számvitel nem megbízható és hasznos információkat közvetít, akkor ez lezárhatja az utat a befektetők előtt.

A *számviteli szabálytalanságok* a vállalati környezet bizonyos változatából indulnak el és növekednek fel, amelynek *kulcselemei* az agresszív profitcélok kitűzésével érvényesülő nyomás és annak felismerése, hogy bármi áron teljesíteni kell a fesztett profitcélokat [Young 2002]. Amennyiben az erőltetett profitcélok elérhetetlenek (a költségek lefaragásában nincsenek további tartalékok és az árbevétel további növelése sem lehetséges), a vállalat- vagy divízióvezető számára a sikertelenség beismerése nem lehet vonzó alternatíva, így egy másikat választ: kihasználja a pénzügyi beszámolási rendszer flexibilitását, megtalálva a módját annak, hogy megfeleljen a specifikus profitvárakozásoknak.

2.1. A SZÁMVITELI SZABÁLYTALANSÁG TARTALMA

Az amerikai Statements on Auditing Standards 53. cikkelye [Accounting Standards Board 1988] erről így ír: „a szabálytalanság szándékos hamis közlés vagy mulasztás a pénzügyi kimutatások összegeivel és a közzététellel kapcsolatban”. Az irányadó szakmai irodalomban a csalást erősnek ítélték, ehelyett a pénzügyi kimutatások hibás közléseit két kategóriába sorolták: a hibákra és a szabálytalanságokra [Young 2002].

A hibák közé a következőket sorolták:

- a pénzügyi kimutatások alapját képező adatok összegyűjtésével és feldolgozásával kapcsolatos tévedés;
- a tények hibás interpretációjából vagy figyelmen kívül hagyásából származó pontatlan számviteli becslés;
- hibák a számviteli elvek alkalmazásában, kapcsolódva az összegekhez, az osztályozáshoz, a prezentálás módjához vagy a kimutatáshoz.

Ezzel szemben a szabálytalanság szándékolt hibás közlésre vagy mulasztásra utal a pénzügyi beszámolók összegeit vagy a kimutatás módját illetően. A szabálytalanságok magukban foglalhatják a pénzügyi kimutatások céljára készülő hamis beszámolást, félrevezetővé téve azt, s az eszközök így alkalmatlanná lesznek a tények tükrözésére. Ide tartoznak a következők:

- azoknak a számviteli adatoknak vagy alapul szolgáló dokumentumoknak a manipulálása, meghamisítása vagy megváltoztatása, amelyekből a pénzügyi beszámolók készülnek;
- az események, tranzakciók vagy más lényeges információk hibás prezentálása vagy szándékolt mulasztás velük kapcsolatban;
- a számviteli alapelvek szándékoltan hibás alkalmazása, kapcsolódva az összegekhez, az osztályozáshoz, a prezentálás módjához vagy a kimutatás mikéntjéhez.

A hibák és szabálytalanságok közötti különbségnek semmi köze sincs a közölt számok pontosságához; az egyik is és a másik is alkalmazható akkor, ha a számok egyformán rosszak. *A különbségnek az egyén szándékához van köze, aki ezeket a hibás számokat szolgáltatja. A hibák eseti pontatlanságokként definiálhatók, ezzel szemben a szabálytalanság szándékosan elkövetett pontatlanságnak tekinthető.*

A hamis informálás egyik változata *kreatív számvitel*¹ néven ismert. Ez a gyakorlat nem hágja át a számviteli szabályokat és a hatályos törvényeket; betartja a törvény betűjét, de nem hatja át annak szelleme. Ez a flexibilitás elősegíti a manipulációt, a csalást, a torzítást, a hamisítást. Nem férhet kétség a kreatív számvitel negatív karakteréhez, hisz torzítja a gazdálkodási eredményt és a vállalat pénzügyi pozícióját.

A befektetőket ért dezinformáció a pro forma és a tényleges profit nagymérvű eltéréséből származott. *A vállalatok az előzetes profitbecslés során azért követnek el etikai vétségeket, hogy a felpumpált profitbecslési adatok révén tartsák magasan a részvények árfolyamát. A tényleges adatok az általánosan elfogadott számviteli alapelveken nyugszanak, ám a befektetőket igazán a pro forma becslés eredményei befolyásolják.* A pénzügyi adatközlés e kikerülhetetlen kettős rendszere a csalárdság melegágya lett, mert a rövid távú nyereségvárakozás mesterséges felhajtásával vélik magasan tartani a részvények árfolyamát.

¹ Trotman [1993] szerint a kreatív számvitel egyrészt kommunikációs technika a befektetőknek nyújtott információk „feljavítására”, másrészt a legitimitás határán levő számviteli gyakorlat, amit a céllal alkalmaznak a vállalatok, hogy szépítsék a pénzügyi pozíciójukról, valamint a gazdasági és pénzügyi eredményeikről szóló információkat. Átfogó definíciót ad Naser [1993], aki a kreatív számvitelt olyan folyamatként határozza meg, amely kihasználva a szabályokban levő réseket, manipulálja a számviteli információkat és (vissza)élve a rugalmassággal, azokat a mérési, értékelési és informálási módszereket választja, amelyek a pénzügyi beszámolókat olyanná alakítják, amilyeneknek a menedzserek szeretnék. Ugyanő a kreatív számvitelt olyan folyamatnak is tekinti, amely által a tranzakciókat olyan módon strukturálják, hogy a kívánt számviteli eredményre jussanak.

2.2. A MANIPULÁLT PROFIT VESZÉLYEI

A hamis informálás, számviteli csalás leggyakoribb módozatai a profitmenedzselés („earnings management”), a szemelgetés („cherry picking”), speciális rendeltetésű egységek (SPE), alap nélküli könyvelés stb., amelyek közül a legnagyobb gondot az „earnings management” néven ismertté vált nyereségmanipuláció (azaz a számviteli tételek manipulációja a növekedés látszatának fenntartása érdekében) jelenti. Sajátos módon a profitmanipuláció e módjának is vannak védelmezői, a következő argumentum alapján [Young 2002]. A nagy ingadozású részvényt piacon az éles felfelé és lefelé irányuló rángások precíz kimutatása a részvényárat hullámzóvá teszi. E vélekedés szerint a volatilitásnak ez a változata senki érdekeit nem szolgálja. Ezért sokkal jobb megoldásnak látszik, ha a management saját ítéletére támaszkodik az általánosan elfogadott számviteli elvek alkalmazásakor, elsősorban hosszabb távra tekintve, a profitirányzat kisimításával. Ez úgy érhető el, hogy tartalékokat teszünk félre jobb időkben (azaz túlbecsüljük a költségeket, s előre hozzuk később esedékes kötelezettségek kiegyenlítését), majd pedig megcsapoljuk ezeket a tartalékokat (időleges üzleti visszaesés esetén) azáltal, hogy elismerjük korábbi időszakok költség-túlbecsülését, s visszahelyezzük azt a folyó periódusra.

A manipulált profit argumentumában foglalt megtévesztés abban áll, hogy implicit módon feltételezi a gyakorlat „csomagolhatóságát és ellenőrizhetőségét”. Való igaz, hogy jobb időkben könnyű lehet tartalékot félretenni, s ez bizonyos területeken éppen védhető gyakorlat is, mint konzervatív beszámolási praxis. Mindazonáltal, amikor a visszaesés bekövetkezik, akkor a vállalati vezetés számára nem könnyű feladat döntést hozni arról, hogy a befektetőknek meg kell-e engedni az igazság megismerését. *Egy átlagos menedzsertől nem várható el, hogy képes legyen előrejelezni: mely visszaesés tekinthető normális üzleti csökkenésnek s a valós állapot folyományának, s ennek révén elméletileg megalapozott lehet a jobb időkben szokásos tartalékképzés, továbbá azt eldönteni, hogy melyik okozza a vállalati kilátások rosszabbodását.*

Mindezen túl, ha a jobb időkben felhalmozott tartalékot felélik, akkor az a kísértés, hogy más tartalékok kihasználása felé vegyék az irányt – még akkor is, ha azokat megfelelően becsülték – lényegében leküzdhetetlennek bizonyulhat. Könnyű belátni, hogy még a jó képességű vállalati vezetés is szembekerül evvel a dilemmával. Ezzel együtt azonban nem tagadható olyan problémák létezése, amely igényli a profitirányzat számviteli kiigazítását. Ezek között is nyilvánvalónak tekinthető a vállalati valós működés összhangba hozatala a pénzügyi elemzők és a közvélemény befektetési várakozásaival. Ha ez utóbbiak csak számviteli csalás révén érhetők el, akkor arról tudni lehet, hogy hosszabb távon ez használhatatlan eszköznek bizonyul.

3. A TŐKEPIACI ELEMZŐK SZEREPE

A vállalati részvényárak tőkepiaci manipulálásában fontos szerepük volt az elemzőknek. Ha a profit-előrejelzések manipulációjára törekvés szándéka a menedzserektől indul ki, akkor az elemzők nem is törekednek a vállalat mélyebb megismerésére és valós teljesítőképességének analizálására, arra, hogy azt előrejelezzék, mekkora profit elérésére képes a vállalat. Ehelyett a diszkusszió akörül forog, hogy maguk az

elemzők milyen előrejelzést készítenek; hogy e várakozások teljesíthetők-e, s hogy a menedzserek mit tesznek ennek előteremtésére. Ettől fogva az előrejelzések nem a vállalati stratégia indikátorai lesznek, hanem maguk az előrejelzések válnak a stratégia mozgatóivá [Fuller és Jensen 2002]. *A félrevezető módon „earnings management”-nek nevezett profit-vezérlés valójában nagy tétben folyó (veszélyes) játék lett olyan céllal, hogy a vállalati menedzserek törekedjenek az elemzők által kitűzött célok elérésére. Ez a folyamat egyre kevésbé az üzlet működtetését célozta, a számok pedig egyre inkább elszakadtak a fundamentumoktól.*

Ellenvetésként említhető lenne, hogy miért ártalmas az, ha túlságosan agresszív elemzők rászorítják a vállalati vezetőket több és gyorsabb részvényesi érték teremtésére. *Fel kellene ismerni, hogy ez az ártó örvény tényleges és tartós költségeket ró a vállalatra, amikor az elemzői várakozások elszakadnak attól, amilyen teljesítményre a vállalat egyáltalán képes lehet* [Fuller and Jensen 2002]. Amint az Enron történelmi jelentőségű csődese is bizonyítja, amikor a vállalatok még a túlzó várakozásokat is túllicítálják, s túlságosan is törekszenek arra, hogy teljesítsék az elemzők irreális előrejelzéseit, ilyenkor nagy kockázatú és értékromboló lépéseket tesznek. Továbbá azáltal, hogy kisimítják a pénzügyi eredmények grafikonját, hogy megfeleljenek az elemzők igényeinek a negyedévenkénti előrejelezhetőség érdekében, ez gyakran azzal jár, hogy lemondanak a vállalat hosszú távú jövőjéről. Tekintettel arra, hogy a vállalati tevékenységben inherens módon benne rejlő bizonytalanság nem tüntethető el, így az időszakról időszakra függő növekedést elérni olyan játék, amelyet a vállalati felső vezetők nem nyerhetnek meg. A minden ágazatban jelenlevő bennefoglalt bizonytalanság kozmetikázása a buborék felfúvódásához hasonlatos, a „dudorok” kisimítása pedig azzal jár, hogy azok holnap máshol bukkannak fel, rendszerint katasztrofális következményekkel.

4. A BIZALOM SZEREPÉRŐL ÁLTALÁBAN, VALAMINT A BEFEKTETÉSEK VILÁGÁBAN

Az Enron, WorldCom, Andersen, Global Crossing, Tyco International, Parmalat és sok más társaság a befektetői bizalom megrendítőiként váltak világszerte ismertté. *A zuhanó részvényárfolyamok, vállalati csődök, csalás, megkérdőjelezhető számviteli gyakorlat, a vállalati hatalommal való visszaélés, a mértéktelen vezetői díjazás olyan jelek, amelyek aláássák a befektetőknek a gazdasági rendszer működésébe vetett bizalmát.* Ilyen esetekben a gazdasági önérdék követése olyan értékek háttérbe szorulásával történik, mint az integritás, bizalom, etikus magatartás.

A menedzserek gyakran nem ismerik fel, hogy a számviteli kimutatásoknak kulcsszerepük van a befektetői bizalom megteremtésében és megtartásában, a befektetői bizalomnak pedig abban, hogy a vállalat növelje tőkéjét és biztosítsa fennmaradását. A részvénytársaságok és a részvénytőkepiac létezésének az a hit az alapja, hogy a vállalati menedzsment által közzétett pénzügyi beszámolók megbízhatóak [Kane 2004].

A bizalomra épülő kapcsolatok gazdasági előnyei széles körben elismertek. Amikor a gazdasági szereplők megbíznak egymásban, akkor a tranzakciós költségek csökkennek, a nagy szervezetek jobban működnek, a vállalatok irányítása hatékonyabb, a gazdasági fejlődés gyorsabb. A nagyobb bizalom ösztönző hatással van a sikeres vállalati és makrogazdasági működés elérésében.

Morális közelítésben az említett vállalati botrányok és csődök fontos okozói lehetnek az egyéni érdekek által motivált vezetői döntések. A vállalati menedzserek legfontosabb kötelessége a részvényesek gazdagságának hosszú távú gyarapítása, s ennek biztosítására formalizált ösztönzési-ellenőrzési rendszer jött létre. A menedzserek díjazásának a részvényárakkal való összekapcsolása abból a megfontolásból történt, hogy a magasabb részvényárak a vállalatok magasabb belső értékét tükrözik, így a vállalati és az egyéni érdekekkel történő összekapcsolása megfelelő eszköznek ígérkezett a vállalati vagyongyarapításában. *A befektetők bíztak a piac működésében és a vállalati menedzserekben és elvárták hogy honorálják bizalmukat, s döntéseiket a vállalat érdekében hozzák. A menedzserek azonban számos vállalatnál nem honorálták ezt a bizalmat*² (ebben az értelemben nem voltak lojálisak a tulajdonosokhoz, bár a vállalat felé megőrizték a lojalitás látszatát) és olyan – egyéni érdek által vezérelt – „játékba” kezdtek, amelynek révén biztosították a magas részvényárakat³ és implicit módon maguknak a magas díjazást, bár tudták, hogy a részvényárak messze elszakadtak a vállalat belső értékétől. Amikor például az Enron esetében az igazság kiderült, akkor nemcsak a részvényárak drasztikus korrekciója történt meg (az ár tulajdonképpen zérusra csökkent), a vállalat csődbe ment, a híres Arthur Andersen könyvvizsgáló céggel együtt.

5. A VÁLLALATKORMÁNYZÁS FELELŐSSÉGI ÉS ETIKAI ASPEKTUSAI

A vállalati számviteli botrányok kitörése s a kapcsolódó pénzügyi szabálytalanságok, együtt a széles körben feltáruló rossz vállalatvezetési gyakorlattal, felvetette azt az alapvető kérdést a vállalatkormányzás hatékonysága kapcsán, hogy miként következhetett be e mechanizmusok kollektív hibája, hiszen sem megelőzni, de még előre jelezni sem tudták a részvénytulajdonosoknak a közelgő problémákat.

Hatékony vállalatkormányzási rendszer működtetéséhez szükséges az üzleti és etikai elvek integrálása, amiben nagyon sok múlik a tisztességen, becsületességen, azon ahogyan a vállalatok különféle tevékenységeiket végzik. A vállalatoknak létfontosságú, hogy profitot érjenek el a növekedéshez, a túléléshez, viszont a profithajszá nem vezethet az etikai korlátok átlépéséhez. Bár a bekövetkezett számviteli botrányok újból a szabályozási mechanizmusok változtatását állították a középpontba (Sarbanes–Oxley törvény) a vállalatkormányzás szükséges eszközeként, *ez a megoldás azonban elégtelennek bizonyulhat megfelelő erkölcsi erő, s a bizalom újjáépítésének képessége nélkül.* Ha a menedzsment kizárólag a törvényes kötelezettségek teljesítését tartja szem előtt, akkor a döntéshozatalból eltűnik az az innovációs erő, ami pedig része az erkölcsileg egészséges vállalati kultúrának [Arjoon 2005]. *Kárt okozhat az olyan etikai kultúra, amelyben előtérbe kerül az önérdek, a vezetésnek való feltétel nélküli engedelmesség, és annak érzékeltetése, hogy a törvények csak arra szolgálnak, hogy megvédjék a vállalati felső vezetést az esetleges vádaskodástól.*

2 Nemcsak menedzserek, hanem az igazgatótanács tagjai, auditorok, banki elemzők, jogászok is részt vettek ebben a „játékban”, visszaélve a részvényesek bizalmával.

3 Lásd az Enron esetét.

Olyan vállalati vezetők példája, akik egyébként erős vállalatokból formáltak kiemelkedő cégeket, arra mutat, hogy a kritikus periódusban olyan integritású és lelkiismeretű szakemberek voltak felső vezetőként pozícióban, akik saját érdekeiknél fontosabbnak tartották a részvényesek és az alkalmazottak érdekeit [Collins 2001].

A belső audit bizottságok, ellenőrzési rendszerek és az igazgatótanácsok együtt alkotják a vállalatkezelési rendszert, ami főként annak kikényszerítésére szolgál, hogy a menedzserek a részvénytulajdonosok és a köz érdekében cselekedjenek. Az igazgatótanácsi tagok és a belső audit bizottságok szintén szembesülnek sajátos érdekkonfliktusokkal. Mindegyik csoport tagjait a vállalati felső vezetés választja ki s díjazásuk is történhet opciókkal és/vagy részvényekkel. Az opciók és a részvények összhangba hozzák a testületi tagok és a részvénytulajdonosok érdekeit s ez a piacgazdaságban nem feltétlenül ütközik a köz érdekével. A kritikus kérdés most is az, hogy az igazgatótanácsi tagok, s különösen a belső audit bizottsági tagok vajon önérdüküket követik-e akkor, amikor azok ütköznek a köz érdekével vagy pedig a fegyelmező mechanizmusok ellenőrző szerepe bizonyul-e hatásosabbnak.

5.1. A VÁLLALATI IGAZGATÓTANÁCS KRITIKUS JELENTŐSÉGE

A vállalati igazgatótanács – feltevés szerint – képviseli a tulajdonosokat. Az igazgatótanács fel kell ismerje, hogy a megtévesztő számviteli beszámolás káros a részvényesek számára, s meg kell óvja a vállalatot a csaláson alapuló számviteli gyakorlattól, mert az félrevezeti a befektetőket. Az igazgatótanács tagjai tudják, hogy testületük célja a tulajdonosok szolgálata, ám sok igazgatótanács nem tölti be ezt a funkciót, hanem elmulasztja hatékonyan képviselni a részvénytulajdonosok érdekeit, jórészt amiatt mert nem érdekli tagjait az, ami valójában történik, vagy mert nem akarják „elrontani az igazgatótanácsi működés kollegiális atmoszféráját”. Igazgatótanácsi tagok kísértést érezhetnek olyan vállalati politika folytatására, amely inkább szolgálja a vállalati vezetőket, vagy a saját maguk érdekeit, s nem a részvényesekét. Következésképpen hajlamosak lehetnek figyelmen kívül hagyni a megtévesztő számviteli praktikákat. *Az igazgatótanács összetétele és díjazásának szerkezete meghatározza működési kultúráját, s befolyásolja annak mértékét, amennyire az igazgatótanácsi tagok hajlandóak szolgálni a tulajdonosokat és megelőzni a megtévesztő számviteli gyakorlatot.*

Az igazgatótanácsi kultúrát befolyásolja tagjainak önérdéke. Némely igazgatótanács főleg belsőkből áll, olyan egyénekből, akik a vállalatnál dolgoznak. Az igazgatótanács nagyobb valószínűséggel szolgálja a vállalat tulajdonosait és garantál megfelelő számviteli gyakorlatot, ha tagjai függetlenként szolgálják a testületet.

Az igazgatótanácsi „függetlenségnek” különböző fokozatai lehetnek [Madura 2004]. Ha a testület csupa független tagból áll, még ebben az esetben is megengedhetik, sőt bátoríthatják a megtévesztő számviteli praxist. Az igazgatótanácsi tagok díjazhatók úgy, hogy kompenzációjuk a vállalat rövid távú teljesítményéhez kapcsolódik. Amennyiben a vállalat számviteli fikciókra támaszkodik, ennek révén felpumpálja profitját, s így irreálisan felduzzasztja a vállalat rövid távú értékét, akkor az igazgatótanácsi tagok közvetlenül is profitálhatnak az ilyen akciókból, s így engedhetik is azokat. Nagyobb vállalatok igazgatótanácsi tagjai testületbeli munkájukért jelentős díjazást kaphatnak. Némely igazgatótanácsi tag abbéli félelmében tartózkodik a vál-

latalati számviteli gyakorlat korrektségének megkérdőjelezésétől, hogy elmozdítják az igazgatótanácsból, s díjazása is mérséklődik.

Zandstra [2002] az igazgatótanács nem ügyvezető tagjainak kulcsszerepére helyezi a hangsúlyt, mivel ők nem rendelkeznek a vállalaton belüli vezetési-irányítási szálakkal. Igazán a nem ügyvezető igazgatók tekinthetők a részvényesek érdekképviselőinek. Az ő feladatuk az, hogy objektíven és részrehajlás nélkül hozzanak döntéseket az igazgatóságban. Ugyanakkor ők azok, akik kiszélesítik a testület látókörét a stratégiaalakításban, olyan széles körű tapasztalat, speciális tudás és szakértelem felhasználásával, amellyel egyébként az igazgatótanács nem rendelkezett volna. Szerepük döntő lehet az igazgatótanács működési hatékonyságának növelésében: éppen ezért a független igazgatók keresésének ugyanakkora jelentőséget kellene tulajdonítani, mint az ügyvezetők kinevezésének.

5.2. AZ AUDITÁLÁS SZEREPE

A belső kontroll és a felelős vállalatkormányzás modern rendszerében a vállalati *belső audit bizottság* a pénzügyi csalás megelőzésének hatékony eszköze lehet. Milyen hibák akadályozhatják a csalás kiterjedésének és növekedésének észlelését a bizottságok részéről? Az *egyik* hiányosság abból adódhat, hogy az audit bizottság tagjai nem mindig függetlenek. Az audit bizottságnak általában három tagja van, s elképzelhető, hogy azok a tagok, ha formálisan nem is kapcsolódnak, lényegében mégis valamilyen kapcsolatban lehetnek a legfőbb vállalati döntéshozóval, vagy más olyan vállalati vezetőkkel, ami a függetlenséget kérdéssé teheti, ha nem lehetetlené. A *másik* hiányosság, hogy az audit bizottsági tagok jó része nem gondolkodik túlságosan árnyaltan. Gyakran azok a vállalatok a legfogékonyabbak az elemzők profitvárakozási igényeire, amelyek újak, vagy nemrég kerültek a tőzsdére, s amelyek heroikus küzdelmet folytatnak azért, hogy az elemzők első helyen tartsák számon őket. Az ilyen újonnan megjelent tőzsdei vállalatoknak valószínűleg nincs túlzottan árnyaltan gondolkodó és tapasztalt pénzügyi menedzsmentje, s az audit bizottságokba kevés eséllyel hívhatnak meg nagy tapasztalatú külső igazgatót. Ehelyett az audit bizottsági tagokat azért választják ki, mert ágazati szakértőnek tartják, mert barátai vagy hozzátartozói a menedzsment tagjainak vagy egyszerűen azért, mert ők álltak rendelkezésre. A harmadik hiányosság az, hogy az audit bizottsági tagok számára nem mindig pontosan világos, hogy mit is várnak tőlük egyáltalán [Young 2002: 16].

A belső audit bizottságok mellett, a vállalatok külső auditorokat alkalmaznak annak garantálására, hogy pénzügyi beszámolóik belül maradjanak az elfogadható számviteli előírásokon. A vállalatnak van némi rugalmassága a számviteli módszerek alkalmazásában a profit időleges felpumpálásának céljával. Természetesen vannak vállalatok, amelyek túlságosan is élnek a flexibilitás adta lehetőséggel, túl azon a határon, amíg el lehetne menni [Madura 2004]. Az auditorok ilyen esetekben gyakorolhatnak ellenőrző funkciót. Mindazonáltal az auditorok, a menedzserekhez hasonlóan kísértést érezhetnek saját érdekeik követésére. Díjazásuk függhet az általuk generált jövedelem nagyságától. Amennyiben ők nem engednék meg a kreatív könyvelés valamilyen formájának alkalmazását, amely felduzzasztaná az ügyfél

profitját, akkor a megbízó a jövőben más auditort alkalmazhatna. Egyidejűleg elve-szíthetnék az ügyfél érdekében gyakorolt tanácsadó funkciójukat. Ha az auditorok jóváhagynak félrevezető pénzügyi beszámolókat, akkor a befektetők nem támaszkodhatnak hiteles beszámolókra a részvények értékelésekor. Amikor az auditor nagy összeget kap az ügyféltől, akkor az nem jelenti azt automatikusan, hogy az auditor etikátlanul cselekedett. Nagy összeg járhat fontos szolgáltatásokért. Mindamellett nagy a kísértés az auditorok számára úgy ellenjegyezni a vállalat által előterjesztett pénzügyi beszámolót, hogy az ellenjegyzés megtagadása igen költséges lehet a vállalat számára (a jelentős elmaradt üzletek miatt).

Az 1990-es évektől a számviteli üzlet tanácsadási szárnya sokkal gyorsabban növekedett, mint az auditálási ág. A számviteli alkalmazottak bónuszokat kaptak az általuk szerzett üzleti kapcsolatokért. Az auditálási felkérés szinte automatikusan vezetett tanácsadói megbízáshoz. Amikor egy számviteli cég egyidejűleg végzett ügyfél-vállalata számára auditálási és tanácsadási szolgáltatást, akkor az érdekkonfliktus nyilvánvalóvá vált. Egy számviteli vállalat audit szolgáltatást végzett adott vállalat részére, s egyidejűleg üzleti kapcsolatba is lépett e vállalattal (tanácsadási célból). Idővel a vállalat már igényelte is a tanácsadási üzlet elnyerését, az auditálási szolgáltatás mellé. A számviteli vállalat rugalmasságot engedett meg az auditálásban annak érdekében, hogy a jövőben továbbra is biztosíthassa a maga számára az adott vállalatnál a tanácsadási szolgáltatás elnyerését.

6. A VÁLLALATI RÉSZVÉNYEK TŐKEPIACI TÚLÉRTÉKELÉSÉNEK VESZÉLYEI

Egy részvényt akkor tekintünk túlértékeltnek, ha annak ára lényegesen magasabb annak belső értékénél. Definíció szerint a túlértékelt részvény azt jelenti, hogy a vállalat nem képes olyan teljesítményre, amely igazolja annak értékét, hiszen ha tehetné, akkor a részvény nyilvánvalóan nem lenne túlértékelt. Az évtized fordulóján jónevű vállalatok sora megbukott, a részvényesek és a társadalom értékvesztésege dollár-százmilliárdokban mérhető. Ha azt kutatjuk, hogy mi romlott el, akkor arra jutunk, hogy *probléma nem csak az emberekkel volt, hanem azzal a rendszerrel, amelyben a részvények veszélyesen túlértékeltté váltak. A vállalatok felső vezetőinek és pénzügyi menedzsereinek sokasága találta magát olyan ördögkerékben, ahol a túlértékelt részvények olyan szervezeti erőket hoztak mozgásba, amelyek rombolták a vállalati és társadalmi értéket.*

Jensen [2005] megjegyzi, hogy az üzleti és finanszírozási világban általában nem ismerik fel a túlértékeltségből származó veszélyeket. A társadalom mindig hajlamos az új túlértékelésre, az utóbbi időben a hightech, a telekommunikáció és az internet vállalkozások túlértékelésére. A túlértékelés nem csupán a piacformálók és befektetők hibájából következik be, hanem ma már tudjuk, hogy menedzserek, értékpapír-elemzők, auditorok, befektetési és kereskedelmi bankok, jogi cégek és mások tudvalevően hozzájárultak a hamis informáláshoz és manipuláláshoz, ami táplálta a túlértékelődést. Nagyon nehéz a problémát bizonyosan megoldó receptet adni, annyit azonban lehet tudni, hogy a menedzsereknek és az igazgatótanácsoknak nem szabadna szerepet vállalni a túlértékelés táplálásában és az érték lerombolásában.

Ha a vállalat részvényei túlértékeltek, 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 kényszerével szembesülve olyan lépésekre kényszerül, amelyek rombolják a hosszú távú értéket, s amelyekről azt hiszik, hogy rövid távon generálják a piac által elvárt teljesítményt. Ha a menedzserek úgy vélik, hogy lehetetlen megfelelni a teljesítménynövelési kritériumoknak, amelyek igazolják a folyó részvényárat, akkor részvényeik bizonyosan túlértékeltek. Ha a menedzserek meghamisítják a mérleget, hazudnak, s félrevezető információkat tesznek közzé, akkor tudatában vannak részvényeik túlértékelttségének.

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 csupán illúzió volt, akkor a vállalat értéke rohamosan esni kezd, mivel a túlértékelttség eltűnik, mint ahogy az eredeti valós érték is felmorzsolódik. A piac félrevezetésének 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 [Jensen 2005].

A részvények túlértékelttsége tipikusan olyan probléma, amely nem oldható meg kizárólag a kompenzációs és ösztönzési rendszer révén. Ezen kívül szükség van arra, hogy a vállalati ügynöki probléma effektív kezelését jól kialakított belső kormányzási rendszerrel, integritásukban sértetlen emberekkel, s hatékony monitoringgal éréjk el. A probléma itt az, hogy nem tudjuk miként is kreálható ilyen jól funkcionáló belső kormányzási szisztéma. Nyitott kérdés a belső kormányzás rendszerének megtervezése, a túlértékelt részvények ügynöki költségének pontos kimutatása, a tradicionális ügynöki probléma további vizsgálata, különös tekintettel a menedzserek, a részvényesek és hitelezők közötti konfliktusokra; ugyanígy megoldatlan az aszimmetrikus információt magában foglaló ügynöki probléma, a menedzserei önkontroll kérdése, a menedzserek szisztematikus optimizmusa, s végül a piaci árazás tökéletlenségei.

Figyelembe véve a részvények túlértékelttségéből származó negatív hatásokat, amelyek akár csődbe is vihetik a vállalatot, Fuller és Jensen [2002] a menedzsment néhány alapvető szabályára hívja fel a figyelmet:

- A menedzserek nem kerülhetik ki a tőkepiacokkal való konfrontációt; nekik nem szabad összejátszani az elemzők olyan várakozásaival, amelyek nem illeszkednek saját stratégiájukhoz, s piacuk alapvető karakteréhez. *A menedzsereknek nem szabad elfogadni a profitok erőltetett előrejelzésére vonatkozó elemzői igényeket.* A vállalatok általában nem állandó emelkedéssel növekednek, minden negyedévben nagyobb eredményt elérve az előzőnél. Ha meg akarnak felelni a piaci kívánalmaknak megfelelő nyomásnak, akkor vállalják a lehetetlenséggel határos előrejelzést és a meggondolatlan növekedési arány prognosztizálását, akkor szembe kell nézniük a vállalati érték valószínűen bekövetkező rombolásával.
- A menedzsereknek fel kell ismerni, hogy *a túlértékelt részvény veszélyeztetheti a vállalat hosszabb távú épségét*, különösen olyan esetben, ahol a túlértékelt vállalatvásárlás előfeltételeként jelentkezik. Felülárazott vállalatok vásárlása túl-

értékelt részvényekkel nemcsak az értéknövekedést akadályozza, hanem alkalmas sikeresen működő üzleti szervezet demoralizálására is.

- Végző soron a vállalatok kötelesek világosan kifejezésre juttatni stratégiájukat, azonosítani a hozzá kapcsolódó értékmozgatókat és auditálható beszámoló-mértékeket közvetíteni. A menedzserek kötelesek értelmezni vállalatuk részvényárának „megmagyarázhatatlan” részét, amely közvetlenül nem köthető megfigyelt pénzáramokhoz – mégpedig az általunk érzékelt növekedési lehetőségek koherens leírásával, s hajlandónak mutatkozni arra, hogy a piaccal tudásuk részvényük túlértékelttségének tényét.
- Hasonlóképpen, a menedzserek kötelesek hozzáigazítani saját vállalati előrejelzéseiket az ágazat más vállalataiéhoz, s riválisaik tervezett prognózisaihoz. Az elemzők általában rendelkeznek az ágazati növekedés várható előrejelzésével: *amennyiben a vállalati várakozások kívül esnek a széles körben elfogadott növekedési arányok sávján, akkor a vállalat menedzsereinek kötelességük megmagyarázni, hogy miként lennének képesek a piaci teljesítmény túlszárnyalására.* Vállalati vezetők úgy vélik, hogy mindezek világossá tétele az elemzők számára értékes információkat fed fel a versenytársak előtt. Erre az aggályra egyszerű a válasz: a vállalat csak akkor lehet sikeres hosszú távon, ha stratégiája olyan speciális tudásra alapozódik, amit a versenytársak nem képesek utánozni, és nem abban bízik, hogy mások nem tudják, hogy a vállalat mit csinál.

A befektetők nagy veszteségeinek egyik legfontosabb oka, hogy túl nagy bizalommal vannak a brókerek, az elemzők és a vállalati menedzserek által szolgáltatott információk iránt. Bizonyos vállalati menedzserek etikátlan magatartása nem új jelenség, mindazonáltal kevésbé valószínű, hogy a befektetők érzékelik és felpanaszolják ezt a magatartást olyankor, amikor a részvénypiaci kondíciók nagyon kedvezőek.

A pénzügyi botrányok újszerű cinizmust hoztak létre a pénzügyi közösségekben [Madura 2004]. Ebben az eseménysorban a befektetőket érintő vállalati felelősség legalapvetőbb szabályai sérültek. Amennyiben a befektetők nem támaszkodhatnak a menedzserekre, az igazgatótanács tagjaira vagy az auditorokra a vállalatra vonatkozó hiteles információk szerzése ügyében, akkor a vállalat részvényeibe történő befektetés lényegében az információk nélküli szerencsejátékhoz lesz hasonlatos.

7. A VÁLLALATI PÉNZÜGYI BESZÁMOLÁSI GYAKORLAT TOVÁBBFEJLESZTÉSE

A hamis információk vállalatok általi közlésének módozatai és okai többfélék, a vállalatokon kívül szerepet játszhatnak a menedzsmenthez közel kerülő auditorok, a függetlenség és szakértelem híján levő audit bizottságok, s az elemzők. Bevett gyakorlat nyomást gyakorolni a vállalati vezetőkre, hogy olyan nyereséget produkáljanak, amelyek teljesítik a tőzsdei becslésekben foglalt várakozásokat. Ha a nyereségképzést nyomás alá helyezik, a vállalati vezetők jövedelmét a részvényárhoz kötik, akkor egyre több vállalat kényszerül számviteli trükkökre, hogy kompenzálják a tényleges nyereségesést. Nagy a kísértés a profitok és a részvényárak túlzott felhajtására, és a tapasztalat azt mutatja, hogy ez ellen nehéz védekezni [Barr 1998]. Olyan „kultúraváltásra” van szükség, amelyben a menedzserek és befektetők a vállalat hosszú távú érdekeit követik ahelyett, hogy a tőzsde rövid távú várakozásainak akarnak megfelelni.

A számviteli standardok szigorítása önmagában nem elegendő a kultúraváltáshoz. A számviteli szabálytalanságok mindaddig folytatódnak, amíg a benne résztvevő minden partner ösztönzöttsége fennmarad. A vezetői díjazási csomagok a részvényárak alakulásához kötődnek; mind a brókercégek, mind a számviteli vállalatok összeférhetlenségnek vannak kitéve, amelyek sérthetik integritásukat. A számviteli rendelkezések csupán egy mélyebb probléma kifejeződései: amikor a vállalati részvényárak felfelé mennek, akkor sokan érdekeltek a vállalat körüli ténykedésben, azaz sütkérezni a napos oldalon.

A konstruktív számviteli-beszámolási reformokhoz kedvező klímára van szükség. Az 1990-es évek eleje óta ez a rendszer hatalmas nyomást él át azáltal, hogy a részvényt piacon igen erőteljes felfutás történik, amit irracionális túláradás jellemez, új üzleti modellek jelennek meg, széles körben alkalmazzák a kockázatmegosztó strukturált pénzügyi termékeket, a pénzügyi derivatívákat, a speciális célú vállalati egységeket, s az opciós mentalitás is hódít. Ez példátlanul nagy lehetőséget nyújt az információk – véletlenül vagy tudatosan végrehajtott – elferdítéséhez. A működési kockázat magas, az alapvető működési folyamatok megbízható mérése nagyon megnehezül, s erős az ösztönzés a kimutatott értékek manipulálására. Egy olyan hatalmas viharhoz hasonlítható mindez, amelyben példátlan erővel egyesül két hatás: lehetőség és ösztönzés az információk elferdített közreadására.

A számvitel valós szerepe és az erről a közvélekedésben élő kép között nagy a kontraszt, s ez komoly akadálya a hatékony reformoknak. A számvitel az üzleti működés nyelvezeteként fogható fel, s mint az apró árnyalatok a nyelvben, a számvitel kevésbé értett aspektusa, hogy az egyszerre ábrázolója és befolyásolója az üzleti működésnek és kultúrának. *A számvitel legfőbb kihívása abban áll, hogy elegendő mozgásteret biztosít-e a legbecsületesebb és a legfelkészültebb menedzserek számára beszámolási döntéseikben, hogy demonstrálhassák kiemelkedő teljesítményüket, ugyanakkor a becsületesség-kompetencia vonal másik pólusán elhelyezkedőket pedig korlátozza abban, hogy elferdítve közöljék azt, amit saját vállalatukról tudnak.* Minél kockázatosabb adott vállalat üzleti tevékenysége, annál nagyobb annak az esélye, hogy a vállalat felülmúlja versenytársait a kockázat menedzselésében, s még fontosabb, hogy rendelkezzen olyan hiteles indikátorokkal, amelyek alkalmasak a kiemelkedő teljesítmény azonosítására. Ugyanakkor, minél szélesebb a beszámolási lehetőségek sávja, annál nagyobb annak a lehetősége, hogy vagy véletlenül, vagy szándékosan elferdítve mutatják be a teljesítménymértékeket, s nagyobb a valószínűsége a korlátozó standardok érvényesítésének a ferdítés kivédésére. Kompromisszumként az általánosan elfogadott számviteli alapelvek minden menedzsert egyformán korlátoznak, s így nagyon megnehezül a kiemelkedő teljesítmény azonosítása a számvitel nyelvének segítségével, ami sérti a transzparenciát [Wilson 2002].

LEZÁRÁS

A hamis beszámolás miatti válságban tönkrement vállalatok példája azt igazolta, hogy a vállalkormányzás mint rendszer jórészt a tőkeműködtető menedzserek érdekeinek szolgálatában áll. A részvénytőke értéknövekedéséhez kapcsolt mene-

dzseri jutalmazás széleskörűvé válása nyomán a tőkeműködtető menedzserek tudatosan vállalták a tulajdonos-befektetők megtévesztését a vállalati teljesítmények torzított kimutatásával. A vállalatkormányzási rendszer működési hatékonyságát határozottan rontja, hogy a vállalati teljesítménymérés valamennyi szereplője a menedzserek alkalmazásában áll, azok megbízását teljesíti. Az információs aszimmetria mint adottság kijátszását tette lehetővé, hogy a menedzserek vég nélkül folytathatták a hamis adatokon nyugvó beszámolást, még akkor is, ha azzal a vállalat bukását kockáztatták. Komoly hatású kiegyensúlyozatlanságként tekinthető, hogy a „kapuőröknek” nevezett testületek, intézmények és regulátorok érdekei nem a tulajdonosokéval, hanem a menedzserekével álltak szoros kapcsolatban.

A vállalati teljesítmények korrekt értékelése a pénzügyi piaci rendszer mélyreható átalakulása következtében megnehezült. Az értékpapírosítás (securitization), az egyre bonyolultabban csomagolt pénzügyi termékek és innovatív eszközök szaporodása áttekinthetetlenül bonyolulttá tette a pénzügyi piacok működését. A legfőbb gond az, hogy ilyen környezetben növekszik a pánik és a hisztéria kialakulásának esélye. Ha ilyen közegben a szereplők etikátlan magatartásának széles körűvé válásával kell számolni, akkor a rendszer egészének hatékony önregenerálódása kétségessé válik.

Önmagában a számviteli standardok szigorítása, a reguláció ösztönzése, az erkölcsi intaktság megőrzése, a vállalatkormányzás rendszerének hatékony működése egyedül aligha hoz megoldást. A korrekt számviteli beszámolás, a funkcióit következetesen gyakorló regulációs intézményrendszer, a szereplők megkérdőjelezhetetlen etikai szilárdsága, a tulajdonosok érdekeit hiánytalanul képviselő vállalatkormányzás és a vállalati teljesítményeket mindenkor korrekten értékelő piac együtt biztosíthat kiutat a teljesítménymérés krónikussá vált kríziséből.

IRODALOM

- Accounting Standards Board (1988): „*The Auditor's Responsibility to Detect and Report Errors and Irregularities.*” Statements on Auditing Standards, No. 53
- Arjoon, S. (2005): „Corporate Governance: An Ethical Perspective.” *Journal of Business Ethics* 61: 343–352.
- Barr, S. (1998): „Recent accounting frauds may point to deeper problems. But it will take more than new accounting rules to solve them.” *CFO Magazine* December: 1–36.
- Bews, N. F. és Rossouw, G. J. (2002): „A Role for Business Ethics in Facilitating Trustworthiness.” *Journal of Business Ethics*. 39: 377–390.
- Collins, J. (2001): *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap... and Others Don't.* New York: Harper Collins Publishers.
- Csurgó Ottóné (szerk.) (2006): *Üzleti etika.* Budapest: Saldo Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Rt.
- Deakin, S. és Konzelmann, S. J.(2004): „Learning from Enron.” *Corporate Governance* 12(2): 134–142.
- Fuller, J. és 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.

- Jensen, M. C. (2005): „Agency Costs of Overvalued Equity.” *Financial Management* 34(1): 5–19.
- Kane, E.J. (2004): „Continuing Dangers of Disinformation in Corporate Accounting Reports'.” *Review of Financial Economics* 13(1/2): 149–164.
- Madura, J. (2004): *What every investor needs to know about accounting fraud*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Naser, K. H. (1993): *Creative financial accounting: Its nature and use*. Hemel Hempstead: Prentice Hall.
- Trotman, M. (1993): *Comptabilité britannique, mod d'emploi*. Paris: Economica.
- Wilson, G.P. (2002): „Don't Throw Out the Reporting Baby with the Enron Bath Water: Critical Considerations when Reforming the Reporting System.” *Financial Reporting*, BDO Seidman (April 22).
- Young, M. R. (2002): „The origin of financial fraud.” In Young, M. R. (szerk): *Accounting Irregularities and Financial Fraud. A Corporate Governance Guide*. New York: Aspen Law & Business.
- Zandstra, G. (2002): „Enron, board governance and moral failings.” *Corporate Governance* 2(2): 16–19.