

BEDŐ Zsolt

## A KONTEXTUSBA HELYEZETT VÁLLALATKORMÁNYZÁS

A szerző dolgozatában a hazai szakirodalomban felelős vállalatirányításként vagy vállalatkormányzásként, a nemzetköziben corporate governance-ként ismert kérdéssel foglalkozik. Amellett érvel, hogy elsősorban nem az ügynökelméletből fakadó probléma megoldásával állunk szemben, hanem az érdekérvényesítési erő megoszlásának mechanizmusával, melynek elemzéséhez az intézményi közgazdaságtan, piacgazdaságok változatainak elméletét kell felhasználni. Az ügynökelméleten alapuló értelmezések funkcionalista szemlélethez vezetnek, s arra a következtetésre engednek jutni, hogy az eltérő vállalatkormányzási rendszerek felcserélhetők vagy a globalizáció eredményeképpen úgy változnak, hogy idővel azonos tulajdonságokat vesznek fel. A változás ilyen felfogásával is vitatkozik az alapján, hogy az adott országra jellemző intézményi struktúra determinálja az egyén magatartását, s ezáltal a konfliktusok megoldására szánt eszközök nem alkalmazhatók minden környezetben.

*Kulcsszavak:* vállalatkormányzás, ügynökelmélet, piacgazdaságok változatai, intézményi környezet

A vállalatkormányzás a vállalat érdekhordozói között fennálló érdekérvényesítési rendszer, mely a döntéshozatalban való részvétel, valamint a jövedelmekhez történő hozzájárulás képességét, lehetőségét határozza meg (O'Sullivan, 2000). Az angolszász gazdaságokban az érdekérvényesítési képesség, s ezáltal az erő megoszlása a tulajdonosok és a vállalatvezetők viszonylatában vetődik fel, míg a kontinentális európai országokban a tulajdonosokon túl figyelembe kell vennünk a munkavállalókat, a beszállítókat, a bankokat, s a vállalatok hálózatát is.<sup>1</sup>

Az angolszász országokban, ahonnan egyébiránt a vállalatkormányzás eredeztethető, a vállalatok növekedése nyomán a tulajdonosok átadták a vezetés minden felelősségét, s menedzserekre bízta a vállalatot, míg maguk visszahúzódtak, és az időszakos beszámoló segítségével ellenőrzési szerepet vállaltak (Fama – Jensen, 1983). Ezt a tevékenységet a tőzsdék kifejlődésével, a likviditás bővülésével a nyílt piacokon folytatták, s folytatják ma is, az időszakos jelentések, piaci információk és árfolyammozgások alapján. A vállalatok tőzsdéi jelenléte a kezdeti, vezető versus tulajdonos, problémát tovább „súlyosbította” azáltal, hogy a tulajdonosok a gyors részvényeladás lehetősége mellett, hiszen a piac likviditása megtöbbszöröződött, egyre kevésbe vállal-

ták fel az aktív tulajdonosi szerepet, elégedetlenségüknek inkább a részesedés eladásával adtak hangot (exit stratégia). A vállalatvezetők ezáltal több szempontból is monopolhelyzetbe kerültek, amit esetenként saját érdekeik érvényesítésére használtak fel.

Eme történelmi háttérrel figyelembe véve nem meglepő, hogy Shleifer és Vishny (1997) a vállalatkormányzásra a következő definíciót adja: „A vállalatkormányzási rendszer a vállalati vezetés és tulajdonlás szétválása nyomán keletkező ügynökproblémát hivatott megoldani. Más szóval biztosítja a tulajdonosokat afelelől, hogy az általuk elvárt ex-ante hozam a vállalat működése során realizálódik.” A tulajdonosi érdekvédelem dominanciája a kilencvenes évek során az intézményi befektetők (alapkezelők, nyugdíjalapok, biztosítók stb.) szerepnövekedésével tovább fokozódott olyannyira, hogy az ezredfordulóra az európai kontinensen is megszülettek a számukra kívánatos szabályozások.

Míg az angolszász gazdaságokban a tőkepiacok, azaz a tőzsdék növekvő „nyomása”, a szétaprózódott tulajdonosi szerkezet (LaPorta et al., 1998), az intézményi tulajdonosok egyre növekvő tulajdonosi részesedése tovább élte a részvényes–vállalatvezető szembenállást, addig a kontinentális európai gazdaságokban a konfliktushelyzet a többségi és kisebbségi tulajdonosok

viszonyára helyeződik át. Ennek legfőbb oka, hogy az európai vállalatok tulajdonosi szerkezete jelentős koncentrációt mutatott, ami esetenként az ötven százalékot is elérte. A számottevő befolyással rendelkező domináns részvényesek, a vállalatvezetést irányítva képesek olyan döntések kieroszakolására, amelyek a kisebbségi részvényesek érdeksérelméhez vezetnek.

A tulajdonosi szerkezetből adódó különbségen túl a munkavállalói érdekképviseltek szerepe, befolyása ugyancsak hozzájárult ahhoz, hogy a vállalatkormányzást ne a nagyszámú részvényes és a vállalatvezetés relációjára korlátozzák. A vállalatkormányzási rendszer által megoldandó problémák számát tovább növeli a dél-európai gazdaságokban működő vállalatok esetében az ugyancsak koncentrált tulajdonosi szerkezet, amiben az alapító családok kiemelt szerepet játszanak. Ugyanebben a régióban figyelhető meg a magas szintű vállalati összefonódás, vállalatok hálózatainak működése is.

A volt szocialista országokban a vállalatkormányzási rendszer struktúrája ugyancsak jelentősen különbözik a fejlett gazdaságokétól. Ezt a különbséget többek között az állam továbbra is nagy befolyása, a tőzsdék gazdasághoz mért kicsiny szerepe, a tőzsdén kívüli vállalatok dominanciája, a nyugati típusú nagyvállalatok alacsony száma okozza (Stulz, 2006).

Eme példák alapján könnyen belátható, hogy az ún. vállalatkormányzási problémát helytelen s életszerűtlen a tulajdonos és a vállalatvezető viszonylatára szűkíteni. A kérdésben érdekelt szereplői csoportok köre, s ezáltal az adott nemzetgazdaságra jellemző rendszerspecifikumok megállapítása csak úgy történhet meg, ha ismerjük a szóban forgó gazdaság intézményi szisztémáját. Mivel a szóban forgó rendszer „korlátokat” (North, 1990), vagy más szóval keretrendszert képez a gazdaságban tevékenykedő egyéneknek, így ahhoz, hogy megértsük az egyének magatartását, nem az egyes egyént, hanem az egyén magatartását korlátozó keretrendszert – intézményi szisztémát – kell vizsgálni.

Az intézményi struktúra vállalatkormányzási rendszerre gyakorolt hatását két elméleti vonulat tárgyalásával illusztrálom. Az egyik az ún. racionális hierarchia szemlélet, mely azt állítja, hogy a gazdaságra jellemző viszonyrendszert egy intézményi dimenzió (jogrendszer, politikai berendezkedés, választói rendszer) determinálja, valamint a tulajdonosi védelem szempontjából vannak fejlett és fejletlen gazdaságok. A másik az ún. viszonyrendszerek hálózata alapján tipizálja a gazdaságokat (Hall – Soskice, 2001), s ezáltal túllép a kizárólag tulajdonos-szempontú megközelítésen. Ez a nemhierarchikus szemlélet amellet, hogy a tulajdonosokon felül figyelembe veszi a munkaerőpiac, a termékpiac, vállalati hálózatok és az általános és szak-

képzési rendszer sajátosságait, valamint ezek vállalati viszonyrendszerre gyakorolt hatását, számol az ún. komplementaritás kérdésével is (Aoki, 1994).

A komplementaritás a gazdaság, s így a vállalatkormányzási rendszer tipizálása szempontjából kulcsfontosságú, hiszen a komplementaritás azt az intézményi dimenziók (pénzügyi rendszer, termékpiac, munkaerőpiac, oktatás, hálózatok) között ható összefüggést jeleníti meg, mely az egyes dimenziókat koherens egésszé kovácsolja. A komplementaritás következménye továbbá, hogy az egyes dimenziók, kiegészítve egymást, magasabb értéket képesek létrehozni, mint egyenként. Ez ugyanakkor korlátozza a rendszer egyes elemei kapcsán véghezvihető változtatás lehetőségét, hiszen ha a rendszer elemei, azaz az intézményi dimenziók között kapcsolat áll fenn, akkor az egyes elemek többitől független változtatása az egész rendszerben torzulást okozhat. Ezért is hibás az az álláspont, hogy az alapvetően banki finanszírozású országokban a tőzsdéi finanszírozáson alapuló gazdaságok szabályozását kell adaptálni. A vállalatkormányzási rendszer változása, változtatása a dolgozat másik fő kérdésköre, hiszen az elmúlt évtizedben számtalan indítvány született arra vonatkozóan, hogy a kontinentális európai gazdaságok számára, a magasabb makrogazdasági növekedés elérése érdekében, az angolszász országokéval megegyező vállalatkormányzási rendszer bevezetése lenne a kívánatos.

A dolgozat első részében a racionális hierarchia szemlélet bemutatásával arra próbálok rávilágítani, hogy a vállalatkormányzási rendszer tipizálása szempontjából nem szerencsés egyetlen egy intézményi dimenzió alapján következtetéseket levonni. A második fejezetben a nemhierarchikus elmélet argumentumaival korrigálom a hierarchikus vonulat hiányosságait, s végül a rendszerek változásaival foglalkozom.

### A racionális hierarchia megközelítés

Az elmúlt években született empirikus eredmények igazolták a nemzetgazdaságokban jellemző eltérő vállalatkormányzási szerkezetet – tulajdonosi koncentráció, intézményi tulajdonosok szerepe és súlya, tőzsdék ellenőrzésben betöltött szerepe, igazgatótanácsok struktúrája stb. (Deutsch, 2005). Rávilágítottak arra a problémára, hogy az eltéréseket nem lehet csak az egyének magatartását, érdekeit figyelembe vevő, racionalitást feltételező, valamint a társadalmi-gazdasági környezetet figyelmen kívül hagyó ügynökelmélettel magyarázni (Aguilera – Jackson, 2003).

Nem helytálló továbbá az ügynökelmélet *funkcionalista* megközelítése sem, mert az a döntéshozó egyéneket környezeti behatásoktól független, racionális,

profitmaximáló tulajdonságokkal ruházza fel (Powell – DiMaggio, 1991), s a társadalmi-gazdasági beágyazottság figyelembevételével vizsgálja a vállalat-kormányzás eszközrendszerét. Az érdekkonfliktusok feloldását szolgáló eszközök kizárólag pénzügyi eredményesség szempontjából (Djankov et al., 2003) történő mérlegelése is hibás, hiszen a célok között előfordulhat olyan is, mely pénzügyi teljesítménnyel nem igazolható. Ez az érvelés zárt rendszerű szemlélethez vezet (Aguilera et al., 2008).

Annak érdekében, hogy a rendszerspecifikumok eltéréseivel kapcsolatban általános megállapításokat vonhassunk le, az egyéneket „korlátozó”, irányító erőket kell feltárunk, meghatározunk. Ennek a megközelítésnek az előfutára Freeman (1984), aki ugyan nem nevesítette a környezetet mint döntéshatározó tényezőt, de azáltal, hogy a munkavállalókat, a beszállítókat, a fogyasztókat és az államot is számításba vette, nem korlátozta a problémát a tulajdonosok–vezetők dimenzióra. Az érdekhordozói szemlélet (Freeman, 1984) az erőforrás-függőség elmélethez (resource dependence) (Pfeffer – Salancik, 1978) hasonlóan a célfüggvényt kiterjesztette a profitmaximáláson túlra is. A társadalomban jelen lévő formális, informális szabályok és gyakorlatok a szervezeti magatartásokkal foglalkozó elméletek (Scott, 2003) szerves részei, amiket az összehasonlító intézményi közgazdászok (Aoki, 2003) már a gazdaság mint keretrendszer alapjaként vesznek figyelembe.

A zárt és a nyitott rendszerszemlélet (Aguilera et al., 2008) között az ún. racionális hierarchia modellek (Brewster et al., 2008) képezik az átmenetet, hiszen azok igaz, hogy nem a teljes társadalmi-gazdasági környezetet, de annak egyes dimenzióit figyelembe veszik. A vállalat-kormányzási rendszerek tipizálása kapcsán az egyik legmeghatározóbb koncepció LaPorta és szerzőtársaitól (1997) eredeztethető, akik összefüggést fedeztek fel a jogrendszer és az adott jogrendszerben működő vállalatok tulajdonosi szerkezete, s ezáltal vállalat-kormányzási adottságai között. LaPorta és szerzőtársaihoz hasonlóan Pagano és Volpin (2005) is csupán egy intézményi dimenziót vett figyelembe a diverzitás rendszerezésekor, ami esetükben a választási rendszer volt. S végül Roe (2003) megközelítése szerint a politikai irányzat azáltal, hogy a tulajdonosokat vagy a munkavállalókat részesíti előnyben, kialakítja az adott országra jellemző erőmegosztási rendszert.

Az ún. piacgazdaságok változatai (Varieties of Capitalism – VoC) (Hall – Soskice, 2001) elmélet a társadalmi-gazdasági környezetet, az abba való beágyazottságot, s ezáltal annak hatását az egyének s a vállalatok döntéshozatala, működése szempontjából a

legmeghatározóbb tényezőnek tartja. A VoC a vállalatot az érdekhordozók kapcsolati hálózataként (web of relations) fogja fel, amit a társadalomban, gazdaságban létező írott (formális) és íratlan (informális) szabályok, gyakorlatok „korlátoznak”, alakítanak.

### A jogrendszer

A vállalat-kormányzási szisztémák rendszerezése területén az első koncepciózus munka LaPorta és szerzőtársaitól (1998) (a továbbiakban: LLSV) származik, akik a jogrendszer, a tulajdonjog védelmének hatékonysága alapján végezték el a csoportosítást. Azokban az országokban, ahol a tulajdonjog védelmét a jogrendszer megfelelően el tudja látni – azaz a jogérvényesítés megfelelő hatékonyságú –, ott nincsen szükség alternatív mechanizmusokra. Ezzel szemben, ahol a jogérvényesítés gyenge, ott a piac létrehoz egy alternatív kontrollt, hogy kiigazítsa a hiányosságokat. LLSV (1998) azt találta, hogy a precedens (szokás)jogon (common law) alapuló jogrendszerekkel rendelkező országokban az ilyen típusú védelem megfelelő, mert a bíróságoknak lehetőségük van a rugalmas mérlegelésre. Ebben a környezetben a folyamatosan keletkező precedensek egy állandóan korszerűsödő mintarendszert alkotnak, mely lépést tart a világ változásával. A szerzők ezzel szemben a kontinentális európai országok római jogon alapuló civiljog rendszerét, annak rugalmatlanságából adódóan a gyenge jogérvényesítéssel azonosították. Ez esetben a bíróságok szabadsága korlátos, az ítéletek nem mindig életszerűek (ibid, 1998, 2000).

Azáltal, hogy a tulajdonjog védelme hatékony, a tulajdoni hányad szabadon adható-vehető, azaz likvid, s nem kell attól tartani, hogy a vállalat bármely másik szereplője visszaél helyzeti előnyével. A könnyed likviditás lehetősége, valamint a piaci alapú finanszírozás megalapozta az angolszász világban a tőzsdéi finanszírozást s a szétszórt tulajdonosi szerkezetet. A szétszórt, elaprózott tulajdonosi szerkezet azt jelenti, hogy a tulajdonosok túlnyomó többsége ötszázalékos tulajdonosi hányad alatti részesedéssel rendelkezik. A jogérvényesítés alacsony hatékonysága a kontinentális európai államokban a tulajdonosi részesedések szűkebb körben történő nagyobb koncentrálódását hozta. A magas tulajdonosi koncentráció ugyanakkor egy új vállalat-kormányzási problémát vetett fel, nevezetesen a nagy- és a kisebbségi tulajdonosok konfliktusát. LLSV a jogrendszerek befektetői védelem szempontjából végzett elemzése azt mutatta, hogy Franciaországban a legkiszolgáltottabbak a tulajdonosok, Németország és a skandináv országok előtt.

De kik, milyen csoport a kedvezményezett egy olyan rendszerben, amiben a tulajdonosok hátrányt

szenvednek? Djankov et al. (2003) olvasatában, LLSV modellje alapján, a jogérvényesítési „játzmában” a tulajdonosokkal szemben a munkavállalók állnak, akik versenytársuk hátrányából előnyt képesek kovácsolni. Ebben a kétszereplős játékban tehát egy „zérusösszegű” játzma folyik (ibid, 2003), mely kimenetele a jogrendszerrel függ.

### A választási rendszer

Az erőmegoszlás – azaz a vállalatkormányzási rendszer típusa – jogrendszer szerinti magyarázata Pagani és Volpin (2005) véleménye szerint endogenitási problémával küzd, hiszen a tulajdonosi védelmet nem a jogrendszer, hanem az uralkodó politikai eszmerendszer alakítja. Az ugyan igaz, hogy a jogrendszer közvetlenül hat a gazdaság működésére, de azt a hatalmon lévő politikai erő, koalíció formálja. Az továbbá, hogy a politikai irányzat milyen csoportot részesít előnyben, attól függ, hogy milyen a választási rendszer az adott országban (ibid, 2005: p. 3.). Az arányos (pártlistás) választási rendszerek esetében a „korporatista” szemlélet a domináns, ami gyenge tulajdonosi, erős munkavállalói védelemmel jellemezhető. Ezzel szemben a többségi (egyéni) választási rendszerekben a fordított igaz, azaz a tulajdonosi védelem mértéke felülmúlja a munkavállalóit, s ezért „nemkorporatistaként” aposztrofálható.

A szerzők argumentációja szerint az arányos rendszer azért kedvez a munkavállalóknak, mert egy ilyen szisztémában a pártok elsődleges „célpontja” a homogén preferenciákkal rendelkező, nagy társadalmi csoportok. Azzal, hogy egy párt meggyőzi a munkavállalókat azáltal, hogy nagyobb jogszabályi védelmet ígér nekik, egyben megnyeri a koncentrált tulajdoni hányaddal rendelkező vállalkozókat, vállalat tulajdonosokat is. Ez a réteg azért nem érdekelt a hatékony tulajdonosi védelemben, mert a domináns – 50% körüli, vagy azt meghaladó – tulajdonosi részesedése elegendő érdekérvényesítési erőt biztosít a számára. A domináns tulajdonosoknak azon túl, hogy nem szükséges a hatékony tulajdonosi védelem, nem is érdekük, hiszen így korlátlanul élhetnek vissza tulajdonosi dominanciájukkal a kisebbségi tulajdonostársaik kárára, ahogy azt a kontinentális európai gyakorlat alá is támasztja. A többségi (egyéni) választási rendszerben ezzel szemben az ideológiailag független, ingadozó, bizonytalan szavazók a politikai pártok „célpontjai”, hiszen ebben az esetben az egyéni körzetek megnyerése a cél. Ezt a választói réteget a szerzők a kisebbségi tulajdonosokkal azonosították, akik számára viszont a nagyfokú tulajdonosi védelem a kívánatos, éppen azért, mert a tulajdonosi részesedésük nem teszi lehetővé számukra azt, hogy számottevő ellenőrzést gyakorolhassanak a vállalat felett.

### A politikai eszmerendszer

Az előző – LLSV, Pagano és Volpin – „zérusösszegű játzma” megközelítésekkel megegyező, ugyanakkor más magyarázó változót felhasználó elmélet Roe (2003) munkája is. A döntő tényező Roe szerint a regnáló politikai erő – párt – politikai eszmerendszere, meggyőződése, amit jobb- vagy baloldalként azonosít. A munkavállalói érdekérvényesítés, védelem az erős szakszervezeti jelenlétekből fakadóan biztosított egy baloldali erő által folytatott kormányzaskor, ellenben egy jobboldali vezetés ezt az erőt hátráltató, korlátozó tényezőként értékeli, s megtesz minden tőle telhetőt annak érdekében, hogy ellehetetlenítse. Ennek magyarázata abból a meggyőződésből eredeztethető, hogy egyedül a tőketulajdonosok azok, akik a tőke biztosítása során elsüllyedt költség felmerülésével néznek szembe, melyet kompenzálni kell (LLSV, 1997).

### A racionális hierarchia szemlélet hiányosságai

Meggyőződésem szerint az előbb ismertetett hierarchiamodellek négy ponton hibásak, s ezáltal nem képesek megfelelően magyarázni azt a környezetet, ami kialakítja az erőmegoszlás rendszerét.

A hierarchiamodellek azáltal, hogy nem terjesztik ki az érintettek körét a tulajdonosokon túlra – az *ügynökelmélethez* hasonlóan – nem számolnak a tulajdonos – vállalatvezető viszonyt formáló – munkavállalói, beszállítói, fogyasztói stb. viszonyrendszerekkel. Abból a torz feltételezésből indulnak ki, hogy a vállalat érintettjei közül kizárólag a tulajdonosok vállalnak kockázatot, s szembesülnek elsüllyedt költséggel tőkebefektetésük kapcsán (Shleifer – Vishny, 1997). Ezzel ellentétben egyetértés alakult ki arról, hogy a munkavállalók – de könnyen belátható, hogy más érintett is – azáltal, hogy szakmai elkötelezettséget vállalnak egy vállalat iránt, valamint hogy szaktudásukat vállalat-specifikus irányba elmélyítik, kockázatot vállalnak, hiszen a tudásdiverzifikáció feladásával munkaerő-piaci lehetőségeik beszűkülnek.

Az *egydimenziósra* szűkített társadalmi-gazdasági környezet – politikai eszmerendszer, választási és jogrendszer – az endogenitás problémáját veti fel. Részben ennek a következménye a tulajdonosi érték szemléletű, igazgatótanácsok összetételét és hatékonyságát vizsgáló irodalom ellentmondásos megállapításai (MacAvoy – Millstein, 2003). Ezzel szemben a tanácsstagok társadalmi kapcsolatrendszere, kulturális háttere (Fligsten, 1990) megfelelő mértékben magyarázta a külső tagválasztás folyamatát.

A hierarchiamodellek harmadik torzítása abból fakad, hogy – mivel egydimenziósak – nem tárgyalják az



intézményi dimenziók közötti kölcsönhatásokat. Olvasatukban az intézményi szerkezet csak egyféle formát, tulajdonságot vehet fel annak függvényében, hogy a teljes társadalmi-gazdasági környezetet korlátozó, alakító tényező miként fejti ki hatását. Ezt nevezzük intézményi izomorfizmusnak (Boyer, 2006). Ezzel a szemlélettel ellentétben az a jelenség, mely kettő vagy több dimenzió – pénzügyi rendszer, munkaerőpiac, vállalati hálózatok stb. – kölcsönhatását úgy tételezi fel, hogy a dimenziók nem hasonlítanak egymásra, interakciójuk nyomán mégis – önálló működésükhöz képest – hozzáadott érték képződik. Ez az ún. intézményi komplementaritás (Amable, 2000) korrigálhatja a gyenge beidegződéseket, gyakorlatokat, vagy akár rugalmasabbá teheti az egyenként kötött elemek alkotta rendszert.

Végül pedig, mivel a hierarchiaelméletek kizárólag a tulajdonosi érték szempontjából, egy adott dimenzió alapján értékelnek, beleesnek abba a hibába, hogy eme szűk szempontrendszer alapján hatékonysági sorrendet képeznek, azaz hierarchizálnak. Ennek következménye, hogy a kilencvenes, neoliberais szemlélet által dominált években az angolszász vállalkozáskormányzási szisztéma, s gazdasági modell felsőbbrendűnek – s természetesen követendőnek – nyilvánították a kontinentális európaival szemben.

### A nemhierarchikus megközelítés – a kapcsolatok hálózata

Az eddig tárgyalt elméletek hibáit kiigazítandó az ún. társadalmi-gazdasági modellek a gazdaságban meglévő *kapcsolatrendszerek*, s nem az egyének önös cselekedetei alapján alkotnak piacgazdasági, s ezáltal vállalkozáskormányzási rendszerkategóriákat (Hall – Gingerich, 2004). Következésképpen a jogrendszer és a politikai viszonyrendszer csak részeleme annak a széles kontextusnak, melyek az egyéneket s a vállalatokat tevékenységükben, gyakorlatukban korlátozzák, irányítják. Ez az irodalom a vállalatot, a vállalatban fellelhető összefüggéseket, viszonyokat állítja a középpontba, s ez alapján von le általános következtetéseket a nemzetgazdaságra vonatkozóan.

Ennek megfelelően a piacgazdaságok változatai (Varieties of Capitalism – VoC a továbbiakban) modell a gazdasági rendszerek tipizálásakor vállalatcentrikus szemléletet követ (Hall – Soskice, 2001). A vállalatok a nemzetgazdaságon belül egy adott *magatartási* formát követnek, ami a vállalatok összességén aggregálódva megteremti a nemzetgazdaságra jellemző struktúrát, ismérrendszerét. A vállalat magatartása alatt az érdekhordozók között zajló interakciót, kapcsolatot, *köl-*

*csönhatást* értjük. A kölcsönhatás a vállalat és a többi szereplő közötti *koordinációt* jelenti. A koordinációs folyamat kétféle lehet, egyrészt tisztán *piaci*, másrészt *stratégiai* koordinációról beszélhetünk. A *piaci koordináció* során a szereplők döntéseit a verseny piacon kialakult árak határozzák meg, s ezáltal a kereslet és a kínálat folyamatosan változik. A tisztán piaci mechanizmusokkal szemben a *stratégiai kölcsönhatás* során felmerülő koordináció nem elsősorban az árak függvényében hat a vállalati döntésekre, hanem a *szereplők közötti viszonyt, kapcsolatrendszert* is figyelembe veszi. Ebben a rendszerben a kapcsolatok hálózatokat, szoros együttműködést hoznak létre, melyek keretében folynak a tranzakciók, áramlanak a hálózatspecifikus információk.

Vállalatfinanszírozásban a két koordinációs típust azzal lehetne szemléltetni, hogy míg az angolszász világban a vállalatok többnyire a nyílt tőkepiacokon, azaz tőzsdéken szerzik be a szükséges finanszírozási forrásokat, addig a kontinentális európai vállalatokra a banki finanszírozás dominanciája jellemző.

Minek következtében alakul ki egy adott országban a piaci vagy a stratégiai koordináció a vállalatok szintjén? A VoC-elmélet szerint az adott ország gazdaságában érvényesülő politikai eszmerendszer képére formálódik a gazdaságirányítás intézményi rendszere, amely aztán hatást gyakorol a vállalatok magatartására. North (1990) szerint ezek az *intézmények* a formális vagy informális szabályok, gyakorlatok összessége, melyet a gazdaság szereplői – normatív, kognitív vagy pusztán anyagi okokból – követnek. A „korlátokat” képező intézmények hatását tovább erősítik a meglévő *szervezetek* azáltal, hogy ezek is, ugyancsak az országra jellemző politikai eszmerendszer függvényében – formális vagy informális – szabályok közé szorítják a szervezet formális tagjait (pl. szakszervezeti tömörülések).

A VoC-irodalom a fő árammal szemben a kultúrát, hagyományokat, informális szabályrendszereket és történelmi adottságokat is az intézmények közé sorolja. Vélekedése szerint egy adott koordinációs típus megvalósulásának szükséges, de nem elégséges feltétele a formális intézmény létezése. A formális intézmény, szervezet létrehoz egy keretet (pl. szakszervezeti mozgalom, kamara, szakmai szövetség), de annak hatékony működéséhez elengedhetetlen az abban a keretben tevékenykedő szereplők hite, meggyőződése a keret „helyességével” kapcsolatban. A „helyesség” kérdését a történelmi tapasztalások s az idők során kialakult szokások, vélekedések határozzák meg. Az intézményeknek, az informális és formális szabályrendszerekben keresztül, négy *funkciót* kell betölteniük. Egyrészt

biztosítaniuk kell a gazdaság szereplői között folyó *információáramlást*, másrészt meg kell teremteniük az *ellenőrzés* és a *szankcionálás* lehetőségét, s végül a *konzultációnak, vitának* is teret kell biztosítaniuk.

A piacgazdasági modell kialakulása tehát a következőképpen jön létre. Egy adott nemzetgazdaságban a politikai eszmerendszer elvei kijelölik azt a formális és informális intézményi struktúrát, amely meghatározza a jellemző vállalati magatartást, azaz koordinációs formát. A vállalatokra jellemző magatartás nemzetgazdasági szinten létrehozza a jellemző piacgazdasági változatot, mely egyrészt lehet *liberális piacgazdaság* (Liberal Market Economy – LME) vagy *koordinált piacgazdaság* (Coordinated Market Economy – CME).

Milyen *intézményi dimenziók* alkotják a vállalatot magában foglaló intézményi rendszert? Az öt intézményi dimenzió egyike az *iparági kapcsolatok* (industrial relations), mely a munkavállalói érdekképviselő formáját, a bérek és fizetések, valamint munkakörülményekre vonatkozó feltételek kialakítása során folytatott alkufolyamat típusát foglalja magában. Az egyszerűség kedvéért ezalatt a szakszervezetek meglétét, aktivitását és a bértárgyalások folyamatát értjük. A második dimenzió a *munkavállalói kapcsolatokat* (employee relations) foglalja magában, ami a munkahelyre jellemző kondíciókat, a munkavállaló és a munkáltató viszonyát jelenti. A harmadik elem a *vállalatkormányzás*, ami a vállalat – menedzsment – és a tulajdonos – finanszírozó – viszonyát szabályozza. A *vállalatközi kapcsolatok* a vállalat és a beszállítók, valamint a vevők viszonyát jelenti, melyre példa lehet az értéklánc mentén kialakuló hálózatok, s azok versenye. Az ötödik dimenzió a *szakképzés és általános oktatás rendszere*. Ezalatt, többek között, az oktatási, szakképzési rendszer finanszírozását – állami vagy magán –, a rendszerben megszerezhető tudás, képesség típusát – specializált vagy általános – értjük.

Fontos továbbá a már említett *intézményi komplementaritás* (Amable, 2000) kérdése. Két intézmény komplementernek tekinthető, ha az egyik jelenléte – vagy hatékonysága – növeli a másik által megtermelt értéket – vagy annak hatékonyságát. Ez más szóval azt jelenti, hogy két intézmény kölcsönhatásban van, s kiegészítve egymást magasabb teljesítményt érnek el. A komplementaritás a piacgazdasági rendszer változása szempontjából nagyon fontos implikációkkal bír, hiszen ha meg kívánunk változtatni egy komponenst, akkor számolnunk kell azzal, hogy a rendszer egésze is megváltozik. Ez a változás ugyanakkor nem feltétlenül jelent pozitív elmozdulást, hiszen előfordulhat, hogy az elemek között lévő kölcsönhatás nyomán az új elem – a rendszer egészét tekintve – értéket rombol.

### **A liberális piacgazdaság (LME)**

Az LME-gazdaságban a piaci koordináció a domináns kölcsönhatási forma, azaz a *finanszírozásban* a nyílt, tőzsdei tőkeszerzés a jellemző. A tőzsdén keresztül történő tőkebevonás egyenes következménye a vállalati döntésekben tapasztalható *rövid távú szemlélet*, mely fókuszra a negyedéves, éves beszámolókból közölt eredményre. A finanszírozási döntésből fakadó felfogásnak következményei vannak a vállalati döntéshozatal más területeire is. Példaként az emberierőforrás-menedzsmentet említhetnénk, ahol a rövid távú nyereségességnek való megfelelés érdekében az alkalmazottak egyik pillanatról a másikra történő elbocsátása szolgál eszközként. A kérdés az, hogy mi okozza az LME-gazdaságokban a tőzsdéken jegyzett vállalatok rövid távú szemléletét? Egyrészt a tőzsdei kereskedés sebessége és a lokális piacok globalizálódása és integrációja.

A tőzsdei kereskedés a múltban – manapság pedig az elektronikus és automatikusan kereskedő algoritmusok hatására még inkább – felgyorsult. Ennek következtében a vállalattal kapcsolatban megjelenő hír gyorsan beépül az árfolyamokba, s ezáltal döntésre sarkallja a piaci szereplőket, vállalatvezetőket. Ennek következtében egy, a vállalat eredményeivel kapcsolatos, rossz hír azonnali árfolyamesést idézhet elő, felvásárlási célponttá téve ezzel a vállalatot. A felvásárlási célponttá válás minden vállalatvezető rémálma, hiszen ha a felvásárló vállalat másképpen képzei el a jövőt, akkor első dolga a vállalat vezetésének menesztése. Következésképpen a vállalatvezetők megtesznek mindent annak érdekében, hogy a rövid távú célok – a jelentésekben publikált nyereség – megfeleljenek a piaci várakozásoknak.

A rövid távú szemlélet másik oka az intézményi befektetők tőzsdei dominanciája. Ez a szereplői csoport a kisbefektetők és más intézményi befektetők tőkéjét, befizetéseit kezeli, nyugdíj-előtakarékosság, biztosítás vagy befektetési alap formájában. Más szóval az alapokat menedzselő megbízottak (portfóliómenedzserek) megbízást kapnak a tőketulajdonosoktól (kisbefektetők vagy más intézményi befektetők), akik árgus szemekkel figyelik a megbízottak (portfóliómenedzserek) teljesítményét. Azaz maguk a portfóliómenedzserek is ki vannak téve a rövid távú teljesítménykényszernek, amit aztán tőkeallokációs döntéseik során továbbhárítanak a vállalatokra.

Míg a nyílt tőkepiacon a mindenki által hozzáférhető publikus információk alapján folyik a döntéshozatal, addig a tőzsdén kívüli vállalatok finanszírozásánál a belső információk alapuló ellenőrzés és kontroll figyelhető meg. Ebben a piaci szegmensben a finanszírozói

oldalon a kockázati tőketársaságok találhatóak, melyek tulajdonjogot szerezve közvetlenül is részt vesznek a vállalat irányításában. A finanszírozás folyamata ugyanakkor ebben az esetben is a tőzsdéi értékesítéssel végződik, ami lehetővé teszi a kockázati tőketársaság számára az elvárt hozam realizálását.

Összefoglalásul, az LME-vállalatfinanszírozást egyrészt a rövid távú szemlélet, részvényárfolyam-centrikus vállalatértékelés és aktív fúziós és felvásárlási piac jellemzi, másrészt pedig az induló vállalkozásokban a szoros befektetői szerepvállalás.

Az *iparági kapcsolatok*, azaz a munkavállalók és a munkáltatók közötti kapcsolat az egyének szintjén zajlik, így a munkavállalói önszerveződés (a szakszervezetek szervezése) alacsony szintű. Ez képletesen azt jelenti, hogy a szakszervezetek, munkástanácsok (üzemi tanácsok) mint képviselői szervek szerepe kicsi a munkavállalókat érintő döntések minden területén s minden szintjén. Vagyis az érdekképviselők működése nem meghatározó sem a vállalatoknál, sem ágazati vagy makroszinten. A vállalatvezetésnek gyakorlatilag egyoldalú döntési hatalma van, s mivel hiányzik a koordinált munkavállalói érdekképviselő, a munkavállalók elbocsátása és alkalmazása különösebb korlát nélkül megy végbe. A munkahelyi feltételekkel, bérekkel kapcsolatban zajló alkufolyamat az egyének szintjén folyik. Mivel a munkavállalók kitétsége nagy – azaz könnyen elbocsáthatók, bérük megállapításával kapcsolatos „lobbierejük” kicsi –, így kockázatos számukra vállalat- vagy ágazatspecifikus tudásba „beruházni”, hiszen a szűk szakterületen elsajátított tudással szemben nem minden esetben van kereslet a munkaerőpiacon, így annak értéke bizonytalan. Következésképpen az LME-gazdaságokban a munkavállalók inkább az általános tudás/képesség megszerzését részesítik előnyben, melyet az oktatási és képzési rendszer is támogat.

A munkaerőpiac magas szintű rugalmassága nyomán tehát az *általános tudás/képesség* megszerzésével szemben van kereslet, mely egyben a transzferabilitást, azaz a gördülékeny munkahelyváltást is lehetővé teszi. Ennek az igénynek az állami és – az LME-rendszerekben oly jellemző – magánképzőhelyeknek is meg kell felelniük. A vállalatok rendelkeznek szakképzési programokkal, de azok mélysége, vállalatspecifikus karakterisztikája közel sem olyan, mint a CME-rendszerekben. Ennek fő oka a széles körű munkaerő-mobilitás, amit természetesen támogat a rugalmas munkaerőpiac is. Azáltal, hogy a munkaerő-fluktuáció magas, a foglalkoztató vállalatok nem kívánják vállalni a képzés elsüllyedt költségét, valamint annak kockázatát, hogy a vállalatspecifikus tudás birtokában lévő munkavállalót

egy versenytárs magasabb juttatásokkal elcsábítsa. Ezt hívjuk potyautas-problémának.

Végül pedig vizsgáljuk meg a gazdaság alrendszerei között fennálló komplementaritásokat, azaz összefüggéseket, interakciókat, amik által az LME-szisztéma rendszerstabilitása megvalósul. A vállalatfinanszírozási lehetőségekből kiindulva azt tapasztalhatjuk, hogy a tőkepiacon uralkodó rövid távú (RT) szemlélet nem támogatja a vállalatok közötti hosszú távú (HT) viszonyrendszert, azaz a hálózatosodást, hiszen ha a hálózat teljesítménye rövid távon nem megfelelő, akkor tudni kell gyorsan reagálni, ezt azonban a másokkal szembeni kötelezettségvállalás megakadályozhatja. A hosszú távú elkötelezettség a munkavállalókkal szemben sem kívánatos, hiszen a kiélezett termékpiacon gyors költségcsökkentésre kényszerítheti a vállalatot, aminek forrása a munkavállalók leépítése lehet.

Mivel az LME-szisztémákban az elsődleges szempont a tulajdonosi érdek érvényesülése, amiről már tudjuk, hogy rövid távú, a munkavállalók döntéshozatalba történő bevonása elképzelhetetlen (ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a munkavállalók nem rendelkeznek képviselővel a vállalatok igazgatótanácsában). A vállalatvezetőket a vállalat teljesítménye (részvényárfolyam) alapján értékelik, szaktudásuk megítélése kevésbé kiemelt szempont, ami az általános képzési és oktatási rendszerekből fakad. A vállalatvezetői teljesítmény ellenőrzése és kontrollja a likvid tőkepiacon folyik, fúziók és felvásárlások formájában, ami során a nem megfelelően teljesítő vállalatvezetőket a felvásárló vállalat eltávolítja a vállalat éléről (ezt nevezzük vállalatvezetői kontrollpiacnak). Az általános tudás/képesség a likvid munkaerőpiacon a gyors és viszonylag költségtakarékos váltás alapját képezi a munkavállalók esetében, más szóval, nemcsak a vállalat nem vállalja fel a speciális képzési programok elsüllyedt költségét, hanem a munkavállaló sem. A turbulens termékpiaconról induló, s a részvényárfolyamokba átgyűrűző teljesítménykényszer a likvid munkaerőpiacon a magasan szakképzett munkaerő szabad áramlását okozza. A munkavállalók gyakori munkahely-változtatása (rugalmas munkaerőpiac) nem csupán az egyének magas fokú mobilitása és a könnyű elbocsáthatóság miatt alakult ki, hanem azért is, mert a vállalatok, figyelve versenytársaik munkarejéjét, gyakran elcsábítják a számukra értékes tudással rendelkezőket (vállalatok „fejvadász” tevékenysége). A piaci verseny, ahogyan arra már utaltunk, hátrányos helyzetbe hozhatja azokat a vállalatokat, amelyek hosszú távra kötnek együttműködési megállapodást, következésképpen az iparági standardok megalkotása nem áll a vállalatok érdekében.



### A koordinált piacgazdaság (CME)

A CME-gazdaságokban a piaci koordináció helyett a vállalatok stratégiai koordinációt folytatnak a gazdaság – az elmélet által feltételezett – öt dimenziójában lévő szereplőkkel. A *tőkeszerzés* területén a tőzsdék háttérbe szorúlnak a banki finanszírozáshoz és belső finanszírozáshoz (visszatartott nyereség) képest. A finanszírozók és a finanszírozottak között kialakuló szoros kapcsolat a tőketulajdonosok számára lehetőséget biztosít a belső (privát) információszerzésre, s ezáltal az ellenőrzésnek és kontrollnak nemcsak a vállalatvezetés által a piacra juttatott publikus információra kell támaszkodnia. A bankok sok esetben jelen vannak a vállalatok felügyelőbizottságában ugyanúgy, mint a munkavállalók, beszállítók és a vevők képviselői is (jellemző az úgynevezett kereszttulajdonlás). Ez a szélesebb reprezentativitás többoldalú (multilaterális) egyeztetést és döntéshozatalt tesz lehetővé, következésképpen a vállalatvezetés teljhatalma s a tulajdonosi szemlélet és érték felsőbbrendűsége nem érvényesül. E tulajdonságok a hosszabb távú szemléletet erősítik a finanszírozók oldaláról, még akkor is, ha a tőzsdéken – az LME-piacokhoz hasonlóan – az intézményi befektetők súlya az elmúlt két évtizedben jelentősen megnőtt. A vállalatvezetők ösztönzőrendszere kisebb mértékben függ a rövid távú árfolyammozgásoktól, így a hosszabb távú, több szempontot és a stakeholder-csoport érdekét figyelembe vevő gondolkodást segíti elő. A reputáció, azaz a szavahihetőség megítélése, s annak elvesztéséből származó hátrány a szoros kapcsolatok, összefonódások révén számottevő kontrollt képvisel. A *hálózatokon* túl a szakmai szervezetek aktív jelenléte és befolyása szintén hozzájárul a „hálózati reputációs ellenőrzés/kontroll” hatékonyságához.

Mivel a vállalat belső szerkezete szavatolja a folyamatos ellenőrzést, valamint lehetőséget biztosít a felügyelőbizottságnak a vállalatvezetés elmozdítására, a fúziós és felvásárlási piacnak nem kell ellátnia az LME-rendszerben működő vállalatvezetői kontrollpiac-feladatot.

A munkavállalók képviselője a felügyelőbizottságon kívül az erős szakszervezeteken és munkástanácsokon keresztül valósul meg. Az erős szakszervezeti jelenlét következtében a munkavállalóknak nem egyéni, hanem vállalati és annál még magasabb szinten van lehetőségük munkakörülményeikkel és béreikkel kapcsolatos érdekérvényesítésre (gyakori a kollektív szerződés). Az erős szakmai szervezetek, támogatva a vállalatok és más érdekvédelmi szervezetek által, iparági standardokat, eljárásokat, bérszinteket definiálnak. Ennek következtében a vállalatok „fejvadász” magatartása nehezen kivitelezhető, hiszen az iparági bérfalon nem teszi

számukra lehetővé a magasabb bér vagy jobb munkahelyi kondíciók felajánlását. Ez a vállalatok számára kiszámíthatóbb környezetet biztosít, nem beszélve a munkavállalók kisebb mértékű kitettségéről, s ezáltal a vállalat- és iparág-specifikus képzés is előtérbe kerül. Gyakori, hogy az iparág-specifikus szakképzés megszervezésében, fenntartásában a szakmai szervezetek vezető szerepet vállalnak a többnyire állami és kisebb részt magán *képzési és oktatási* intézmények mellett. Az *iparági kapcsolatokról* tehát elmondható, hogy kiegyensúlyozott, a hálózatosodásra, stratégiai együttműködésre épülnek.

Komplementaritásokban a hosszú távú szemlélet, a hálózatosodás, az erős érdekképviseleti jelenlét az elsüllyedt költségek felvállalását, közös kutatás és fejlesztési tevékenységet, konszenzuális iparági standardokat eredményez.

### Összefoglalás és diszkusszió

Amennyiben a vállalatkormányzást egy – a vállalat érdekhordozói között zajló – érdekérvényesítésért vívott küzdelemként fogjuk fel, ami a vállalatot körülölelő társadalmi-gazdasági környezet függvényében erőtereket képez, akkor a tulajdonosi szemlélet egymagában nem elégséges a vállalatkormányzási rendszer specifikumainak, diverzitásának magyarázatához. A gazdaság egy komplex rendszer, aminek a tulajdonosi érték, érdekvédelem csak egy szelete, melyre számtalan külső és belső tényező, erő hat. Az egyén önös érdekei elérése érdekében végrehajtott tettei alapján nem lehetséges általános érvényű következtetéseket levonni egy gazdaság vállalatkormányzási rendszere vonatkozásában.

Az angolszász világban a vállalatkormányzás relációja azért korlátozódik a tulajdonosra és a vállalatvezetőre, mert a pénz- és tőkepiacok dominanciája kiemelt szerepbe „kényszeríti” ezeket az érdekhordozói csoportokat. A tőketulajdonosok, befektetők, mint a vállalat sikerességének zálogai, a gazdasági rendszert szabályozó irányelvek ernyője alatt dominálják a vállalat többi érintettjét, például a munkavállalókat. A munkavállalók vállalati döntéshozatalhoz való mérsékelt hozzájárulása nem abból fakad, hogy a csoporthoz tartozó egyének nem szeretnék egzisztenciájukat maximálni vagy koordináltan jobb munkakörülményeket kiharcolni, hanem abból, hogy a keretrendszer nem teszi lehetővé számukra. A német modellben a munkavállalói reprezentativitás vagy a francia szakszervezetek kényszerítő ereje – a hagyományosan – a munkavállalókat priorizáló iparági kapcsolatokról eredeztethető, s nem kizárólag egyéni, személyes motívumokból.



A tengerentúlon a munkaerőpiac széles körű likviditása nem egy tényező – mondjuk a jogrendszer – hatásának eredményeképpen alakult ki, hanem a gazdasági rendszer intézményeinek – pénz- és tőkepiac, termékpiac, nyersanyagpiac – együttes interakciója nyomán. Ez a kölcsönhatás alapozza meg a gazdasági rendszerek stabilitását, s teszi szükségessé azt, hogy a vállalatkormányzás vizsgálata kapcsán ne korlátozzuk az elemzést egy dimenzióra, egyetlen szereplői csoportra. A komplementaritás továbbá létrehozhat olyan kombinációkat – intézményi dimenziók kapcsolatát –, melyek az alkotóelemek esetleges alacsony hatásfokát, hatékonyságát korrigálják, kiigazítják.

A komplementaritás összetartó ereje, az ország történelme, hagyományai ugyanakkor behatárolják a rendszer evolúcióját, fejlődését, s korlátozhatják az eltervezett fejlesztést.

Az útfüggőség, a komplementaritás és a gazdasági rendszerek specifikumai együttesen alkotják azt a keretrendszert, aminek figyelembevétele elengedhetetlen a vállalatkormányzási rendszerek értékelése, tipizálása során. A kutatásoknak azt kell célul tűzniük, hogy az érdekhordozókat körülvevő környezetet térképezzék fel, s csak ezt követően vizsgálják a vállalatkormányzási eszközök hatékonyságát úgy, hogy a hatékonyság definícióját terjesszék ki az anyagi haszonszerzésen túlra is.

## Lábjegyzet

<sup>1</sup> A cikk a K81542 számú OTKA-pályázat keretében készült. A szerző köszönetet mond Dr. Geoffrey Woodnak az építő kritikáért.

## Felhasznált irodalom

- Aguilera, R.V. – Filatotchev, I. – Gospel, H. – Jackson, G.* (2008): An organizational approach to comparative corporate governance: costs, contingencies and complementarities. *Organizational Science*, 19:3, p. 475–492.
- Aguilera, R.V. – Jackson, G.* (2003): The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28:3, p. 447–465.
- Amable, B.* (2000): Institutional Complementarity and Diversity of Social Systems of Innovation and Production. *Review of International Political Economy*, 7:4, p. 645–687.
- Aoki, M.* (1994): The Japanese firm as a system of attributes. in: Aoki, M., Dore, R. (eds.): *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*. Oxford University Press, Oxford, p. 11–40.
- Boyer, R.* (2006): How do Institutions Cohere and Change. in: Wood, G. and James, P. (eds.): *Institutions, Production and Working Life*. Oxford University Press, Oxford
- Brewster, C. – Georgen, M. – Wood, G.* (2008): Corporate Governance Systems and Industrial Relations. in: Wilkinson, A., Townshend, M.: *The Future of Employment Relations: new paradigms, new developments*. Palgrave Macmillan, Houndmills
- Deutsch, Y.* (2005): The impact of board composition on firm's critical decisions: a meta-analytic review. *Journal of Management*, 31:3, p. 424–444.
- Djankov, S. – Glaeser, E. – LaPorta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A.* (2003): The New Comparative Economics. *Journal of Comparative Economics*, 31, p. 595–619.
- Fama, E. – Jensen, M.* (1983): Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, p. 301–325.
- Fligstein, N.* (1990): *The Transformation of Corporate Control*. Harvard University Press, Cambridge, MA
- Freeman, R.E.* (1984): *Strategic Management: a stakeholder approach*. Pitman, Boston, MA
- Hall, P. – Soskice, D.* (2001): An Introduction to the Varieties of Capitalism. in: P. Hall and D. Soskice, (eds.): *Varieties of Capitalism: the institutional basis of competitive advantage*. Oxford University Press, Oxford
- Hall, P. – Gingerich, D.* (2004): Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: an empirical analysis. MPIfG Discussion Paper 04/5
- LaPorta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.* (1998): Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113–1155.
- LaPorta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.* (2000): Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, p. 3–27.
- MacAvoy, P.W. – Millstein, I.M.* (2003): *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*. Palgrave Macmillan, New York
- North, D.C.* (1990): *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge
- O'Sullivan, M.* (2000): Contest for corporate control. in: *Corporate governance and economic performance in the United States and in Germany*. Oxford University Press, Oxford
- Pagano, M. – Volpin, P.* (2005): The Political Economy of Corporate Governance. *American Economic Review*, 95, p. 1005–1030.
- Pfeffer, J. – Salancik, G.* (1978): *The External Control of Organizations*. Harper & Row, New York
- Powell, W. – DiMaggio, P.* (1991): *The New Institutionalism in Organizational Analysis*. University of Chicago Press, Chicago
- Roe, M.* (2003): *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford University Press, Oxford
- Scott, W.R.* (2003): *Organizations: rational, natural, and open systems*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ
- Shleifer, A. – Vishny, R.* (1997): A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, p. 737–783.
- Stulz, R.M.* (2006): Financial globalization, corporate governance, and Eastern Europe. NBER Working Paper, 11912.

## VEZETÉSTUDOMÁNY