

MARJÁN Attila

VÁLLALATIRÁNYÍTÁSI SZABÁLYOZÁS, MENEDZSMENTKULTÚRA ÉS EURÓPAI VERSENYKÉPESSÉG

Az alábbi cikk azt kívánja megvizsgálni, hogy a vállalatirányítási szabályok mennyiben képesek befolyásolni az európai versenyképességet, másrészt azt, hogy az Európában elterjedt vállalatirányítási gyakorlat, illetve vezetői mentalitás hogyan hat a versenyképességre. A cikk röviden számba veszi a vállalatirányítási és finanszírozási rendszerekre vonatkozó elméleti eredményeket, emellett összehasonlítja az európai és az amerikai gyakorlatot, és részletesen foglalkozik az EU vállalatirányítási reformjainak közelmúltbeli hullámaival és a tagállamok modernizációs erőfeszítéseivel.

Kulcsszavak: vállalatirányítás, menedzsmentkultúra, versenyképesség

Az Európai Unió, illetve az EU-tagállamok versenyképessége sok tényező együttes hatásától függ. Ilyen fontos tényezőnek számít az alkalmazott vállalatirányítási rendszer hatékonysága, illetve a vállalatvezetési kultúra, a menedzsmentgyakorlat. Ez utóbbinak szintén számtalan aspektusa van, ebben a cikkben szelektíven fogjuk megközelíteni a kérdést.

Európa sok tekintetben az Egyesült Államokhoz méri magát, az USA hol mintaként, hol (és ez a ritkább, de a válság óta azért egyre gyakoribb jelenség) elretentő példaként szolgál Európa számára. A 2008-tól felerősödő pénzügyi-gazdasági válságért gyakorta az amerikai pénzügyi szektor működését és annak szabályozatlanságát teszik felelőssé, amiben sok igazság van. Mint ahogy abban is, hogy a két kontinens vállalatfinanszírozási rendszere is jelentős különbséget mutat. Kezdjük először ennek gyors megvizsgálásával, mert ez segíthet a két kontinensen bevett vállalatirányítási gyakorlatban való eltérések jobb megértésében is! Az európai kontinentális pénzügyi rendszerek jellemzően a bankok által közvetített forrásokon alapulnak. Az amerikai (és a brit) pénzügyi rendszerekben az értékpapírosodás sokkal nagyobb mértékű. Az euróövezetben a vállalati kötvénypiacok és a részvénytőzsdék is sokkal alacsonyabb, mint az Egyesült Államokban.

A fenti elvi piaci-mechanizmusbeli különbség az európai-kontinentális és az amerikai pénzügyi rendszer között vizsgálat tárgya lehet a gazdasági fejlődés

szemszögéből is. Az USA-nak a 90-es évek eleje óta meglévő gazdasági erőfölényét sokan éppen pénzügyi rendszerének piaci alapúságával magyarázták, vagyis elterjedt a nézet, hogy ez a rendszer felsőbbrendű (mint később látjuk, amikor a másik modell országai növekedtek jobban, azok modellje lett felsőbbrendűnek kikiáltva). De valójában ama vizsgálatok, amelyek az eltérő pénzügyi rendszerek növekedésre való hatását elemezték, nem bizonyultak egyértelműnek, sőt a válság során kiderült ennek a rendszernek a kellő szabályozás híján való sérülékenysége. Igaz, hogy a válság pillanatok alatt áterjedt a bankszektorra is, ami jól szemlélteti a pénzügyi rendszer különböző részeinek rendkívül erős összefonódottságát.

Piaci vagy banki alapú

A mikroökonómia szintjén a pénzügyi struktúrákban lévő különbségek jelentőséggel bírnak a befektetési projektek felmérése és kiválasztása során, illetve a vállalati kontroll kialakítása szempontjából is. A piaci alapú vagy a banki alapú pénzügyi rendszer felsőbbrendűsége az adott befektetési projekt sajátosságaitól függ, mint például szükséges-e a tulajdonosokra vonatkozó információ nyilvánosságra hozása, vagy szükség van-e a tőkekölcsonzó részéről a hosszú távú elkötelezettségre.

A piaci alapú rendszer általában hatékonyabb a gazdasági bizonytalanságok kezelésében. Minél nagyobb a

jövő eseményeire vonatkozó saját, független véleménynyel rendelkező résztvevők száma, annál valószínűbb, hogy az aggregát nézet a helyes valószínűségi eloszlást fogja tükrözni. Például egy piaci alapú rendszer jobban képes összesíteni a vélekedéseket az új technológiákra vonatkozóan. Az ebben való bizalom a gyakorlatban az elmúlt években megdőlni látszott, az internetbuborék, illetve a jelzálogbuborék kipukkanása során. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy a világgazdaságban elképesztő méretű dezinformációs tevékenység zajlott le az auditorok, hitelminősítők és elsősorban a befektetési tanácsadók részéről. Ennek a jelenségnek egyes helyeken a piaci modell fejlődésének megtorpanása lett a következménye.

A banki alapú finanszírozás alapvetően a hosszabb távú projektek esetében hatékonyabb. Egy bank kifejezett elkötelezettsége egy beruházási projekt mellett más, kisebb befektetőket is a projekthez vonzhat, nagymértékben csökkentve a projekt felméréséhez és monitoringjához kapcsolódó költségeiket. Továbbá a cégek gyakorta vonakodnak belső, bizalmas üzleti információkat nyilvánosságra hozni, ezért preferálják ezt a megoldást.

Ahogy a vállalati finanszírozási szükségletek változnak az adott cég életciklusának előrehaladásával, a pénzügyi rendszerek hatékonysága a cégek számára egyre inkább olyan tényezőkön múlik, mint a teljes körűség és az alkalmazkodóképesség. A vállalatok számára működésük kezdeti szakaszában valószínűleg a banki finanszírozás a kedvezőbb, míg az érettebb és nagyobb cégek számára kedvezőbb megoldás lehet a direkt tőkepiaci megjelenés, főleg nagyszabású átalakítási vagy felvásárlási, fúziós akciók végrehajtásához.

A pénzügyi rendszerek különbözősége alapvetően a tradicionális vállalatirányítási és finanszírozási megoldások különbözőségeiből ered. A vállalatirányítás és a piacok likviditásának problémája az utóbbi években sokat kutatott témává vált. Nincs egyetértés a szakértők között abban, hogy mi a legjobb intézményi megoldás a hatékony vállalatirányítás biztosítására. A fejlett világban, ezen belül az EU-tagállamokban, történetileg eltérő megoldások alakultak ki, amelyek gyakran mélyen gyökereznek a társadalom sajátosságaiban, ezért nehezen változtathatók meg. Megváltoztatásuk sok más területen idézhet elő problémákat, alkalmazkodási kényszereket. A kérdés tehát igen bonyolult, és éppen ezért van nehéz helyzetben az Európai Unió is, amikor bármiféle harmonizációt kíván véghezvinni ezen a területen. A gyakorlatban egy nemzetállami társasági jogrendet alapvetően befolyásoló közösségi irányelv elfogadása akár évtizedeket is igénybe vehet. Az EU-ban ennek megfelelően nincs is olyan irányelv, amely

az irányítás problémáját átfogóan szabályozná. Ám számos, a társasági jog területére, illetve a tőkepiacokra és pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó EU-irányelv jelentős mértékben befolyásolja a vállalatirányítás működését, lehetőségeit.

Belső és külső irányítási rendszerek

Ténykérdés, hogy a finanszírozási döntések nem tisztán a pénzügyi logika vagy a vezetői önérték alapján születnek. Számos szabályozási, történelmi, kulturális és egyéb tényező befolyásolja azokat. Alapvetően belső és külső irányítási rendszereket különböztetünk meg a döntéshozó tulajdonosi és finanszírozási státus alapján.

A külső rendszerekben rendszerint egyszintű a vezetés, amelyben helyet kapnak a tényleges vezetéssel megbízott menedzsment tagjai és a részvényesek érdekeit képviselő nem menedzsment tagok. Rendszerint kisméretű részvényesek sokasága a tulajdonos. E tulajdonosok nem szakmai, hanem tipikus pénzügyi vagy portfólióbefektetők, akik nem tudják és nem is akarják gyenge teljesítmény esetén a vállalatot átszervezni. Elégedetlenség esetén inkább eladják a részvényeiket, ami az árfolyam eséséhez és ellenséges – azaz a menedzsment akaratával ellentétes – vállalatfelvásárláshoz vezethet. Ez a rendszer olyan információs és számviteli megoldásokat feltételez, amelyek lehetővé teszik a külső befektetők számára a teljesítményértékelést. Szigorú szabályokat igényel a papírok kereskedésére, és ez likvid részvénytőzsdék mellett működőképes. A tőzsdei értékelés lesz a vezetők javadalmazásának alapja, amivel a részvényesek és a vezetés érdekei közötti konfliktust csökkenthetik. Külső rendszerű országok hagyományosan az USA és az Egyesült Királyság.

A belső rendszerek főként az egyéb kontinentális európai és japán vállalatokra jellemzők. Ebben a vezetés feletti ellenőrzést valamely erős, domináns, belső érdekelttől partner végzi, miközben egyéb csoportok is hatást gyakorolnak a vezetésre. Ez utóbbiak a formálisan nem mindig tulajdonos „stakeholder”-ek: a munkavállalók, a bankok és egyéb pénzügyi befektetők, helyi közösségek, a kormány és az ügyfelek (vevők és eladók). Az értékpapírpiacon gyakran nem játszanak fontos szerepet sem az ellenőrzésben, sem a vállalatfinanszírozásban. A vezetéssel szemben elvárás nemcsak a részvényárfolyam emelése – gyakran nincs megfelelő likviditású piac, nincsenek szigorú kereskedési, vállalatvételi szabályok, az árfolyam-átalakulás információtartalma alacsony, vagy az érdekeltek egyszerűen alárendelt kérdésként kezelik –, hanem a különböző érdekek közötti egyensúly, a konszenzus megtalálása.

Gyakori a koncentrált részvénytulajdonlás és birtoklás vagy a koncentrált hitelezés, a vállalatok közötti részvény-kereszttulajdonlás. Az ellenséges tőzsdéi vállalatfelvásárlások ebben a rendszerben szinte teljesen ismeretlenek. A tagállamok között húzódo fenti vállalatirányítási szakadék volt a fő oka annak is, hogy a vállalatátvételtől szóló irányelvtervezetet hosszú-hosszú ideig lehetetlen volt elfogadni.

A vállalatirányítási rendszerek összehasonlító elemzésének egyik ösztönzője a nyolcvanas években a globális verseny során az amerikai és a brit cégek versenyképességének csökkenése, a német és japán cégek gyors növekedése volt. Azt feltételezték, hogy az eltérő eredmények mögött részben a finanszírozás eltérő mintái játszanak szerepet. Ezek pedig az irányítási rendszerek különbözőségén alapulnak.

A belső rendszerekben a hiteleszközök esetében a bankhitelek a tipikus forrás. Ez lehetővé teszi a főképp családi, egyéni tulajdonosoknak, hogy a tulajdonjogukat megőrizzék. Igaz ez a német kisvállalkozásokra is, amelyek nem szívesen mondanak le a kizárólagos beszólásokról. A német bankok sajátos szerepet játszanak azzal, hogy miközben bankhitellel finanszírozzák a vállalatokat, a hosszú távú forrásokat ehhez saját kötvényeik kibocsátásával szerzik. A hiteleszközök tipikusan koncentrált tulajdonban vannak, és piacuk illikvid. Szabályozási és adórendelkezések is gátolhatják a piaci vállalati hiteleszközök kibocsátását és forgalmát. A rövid és az éven túli vállalati hiteleszközök kibocsátását és forgalmát diszpreferálták Németországban a kibocsátás engedélyezési eljárásai, illetve az átruházás adóterhei.

Ez a mentalitás a részvényeket nem finanszírozási eszköznek és nem is pénzügyi befektetésnek tekinti, hanem a tulajdonlás eszközeinek. Azokat nem a rövid távú árfolyamnyereség érdekében, hanem a vállalat iránti hosszú távú elkötelezettség miatt tartják. A részvényes maga vagy megbízottja útján rendszerint aktívan él a jogaival. Nincs nagy, likvid, másodlagos részvénytulajdonlás, nem jelentős finanszírozási forrás az elsődleges kibocsátás, a részvények tulajdonlása koncentrált, a részvények forgatása szintén gyakran diszpreferált adószempontból.

A belső rendszerek finanszírozási szerkezete tehát egyértelműen nem kedvez a likvid értékpiacon kialakulásának. A piacoknak nincs ellenőrző funkciójuk a vezetés, vagy tágabban a vállalat teljesítménye felett. A koncentrációval a finanszírozó kockáztatja az elégtelen diverzifikációkból adódó veszélyek bekövetkeztét. A tőkeáramlás intézményeken, nem pedig személytelen piacokon valósul meg. A tőke visszaforgatása mellett erős érdekeltség mutatkozik, még akkor is, ha pénzügyi

szempontból egy más területen hatékonyabb felhasználásra volna lehetőség.

Az utóbbi időben Európában is megfigyelhető egy jelentős elmozdulás a piaci modell felé. Az eurózóna részvénytulajdonlásának jelentősége idővel nőtt. Amíg 1990-től 1995-ig a piac kapitalizációjának és a GDP-nek az aránya 25% körül volt, ami így messze alatta maradt Japán és az USA értékének, a részvénytulajdonlás növekedése az euró zónában oda vezetett, hogy az arány 2000 végére több mint 90%-ra nőtt. Tehát az eurózóna piacának kapitalizációja a GDP-hez viszonyítva nagyobb, mint Japáné (68%). Ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban láthatóvá válik az USA részvénytulajdonlásának nagyobb mérete.

Összegzésül elmondható, hogy két évtizeddel ezelőtt az európai vállalatok zöme bankhittelekre támaszkodott, és mindössze 20 százalékra finanszírozta növekedését a tőkepiacokról, és bár mára ez az arány már 60 százalékra nőtt, még mindig számottevően elmarad a csaknem 90 százalékos amerikai értéktől. A konvergencia jelei azonban látszanak, mert – jóllehet – a részvények itt sohasem számítottak olyan mindennapos „háztartási cikknek”, mint az USA-ban, Németországban ma már több mint 6 millióan részvénytulajdonosok, Nagy-Britanniában pedig minden harmadik felnőttnek van részvénye. Az intézményi befektetőknek azonban az európai piacokon közel sincs olyan meghatározó szerepük, mint Amerikában, ahol például a nyugdíjalapok befektetési szabályai hagyományosan jóval engedékenyebbek. Ezen a téren viszont a válság miatt minden bizonnyal jelentős változás várható a hedge fundok (fedezeti alapok) szabályainak erőteljes megszigorításával párhuzamosan.

A vállalatirányítási szabályozás

Nézzük meg röviden, hogy az EU milyen reformokat hajtott, illetve hajtott végre a *vállalatirányítási szabályozás* területén! A befektetői bizalom, a befektetések védelme, a pénzügyi és vállalati visszaélések visszaszorítása modern, a változó gazdasági környezethez igazodni képes, egyúttal kellő mozgásteret biztosító társasági jogi és vállalatirányítási szabályozási környezetet feltételez. Mindez természetesen nemzetközi szinten, a tagállami szabályozásbeli különbségek csökkentésével, kiegyenlítésével zajlik, hiszen ezek a feltételek határon átnyúló jelleggel kell, hogy teljesüljenek. A vállalatirányításra vonatkozó szabályozás sikerének záloga a rugalmasság biztosítása, az önszabályozó törekvések elősegítése és az önszabályozás kereteinek biztosítása. Ezen a területen EU-szinten nem a kötelező erejű jogforrásoké, hanem a kellő mozgásteret és vá-

lasztási lehetőséget biztosító ajánlásoké, iránymutatásoké a főszerep, de bizonyos alapkérdésekben kötelező EU-normák is kívánatosak.

Az Európai Bizottság a vállalatirányítási szabályok területén tehát alapvetően nem törekszik teljes harmonizációra. A kitűzött célok elérését az alapvető elvek és szabályok meghatározása mentén látja megvalósíthatónak, annak hangsúlyozásával, hogy az elvek kijelölése és közös elfogadása nyomán a társaságokra nehezedő morális és piaci nyomás egyaránt kiegészítheti, illetve pótolhatja a kötelező EU-szintű rendelkezéseket. E gondolatmenet nyomán került sor az ajánlás, mint közösségi jogforrás alkalmazására a vállalatirányítási szabályozási rendszerben¹, abban bízva, hogy az ajánlásokban foglaltak hamarabb érvényesülnek, mint a meglehetősen hosszadalmas eljárást igénylő uniós irányelvi vagy rendeleti szabályok. Érdemes kitérni továbbá a „betartani vagy megmagyarázni” elv (vagy a „tartsd be, vagy ha nem tartod be, magyarázd el, hogy miért nem” elv) alkalmazására, amely elterjedt a vállalatirányítás szabályozási területén. Ennek keretében a társaságokat felkérjük, hogy hozzájáruljanak nyilvánosságra, betartják-e a vállalatirányítási kódexet, illetve magyarázzák meg az attól való bármiféle lényeges eltéréseket. Ez a megközelítés lehetővé teszi a társaságok számára, hogy megmutassák az ágazat- és vállalat-specifikus követelményeket, a piac számára pedig azt, hogy értékelje a megadott magyarázatokat és indoklásokat.

A reformtörekvések és a szabályozás iránti igény felerősödésének hátterében a vállalati visszaélések botrányosorozataiként elhíresült ügyek állnak, amelyek közül Európa számára a Parmalathoz kötődő visszaélések voltak a leginkább megrázóak.

A Parmalat-botrány

A cég törekvő pénzügyi helyzetére 2003 végén derült fény, amikor nyilvánosságra került, hogy a kilencvenes évek közepétől 2001-ig a Parmalat éves vesztesége 350–450 millió euró közötti összegre rúgott. Mindeközben a társasági eredmények pozitív számokat mutattak, folytatódott az eurókötvények kibocsátása a tényleges pénzügyi helyzetre tekintet nélkül. A vállalat nettó adóssága ekkor már 14,3 milliárd euróra volt becsülhető. Az élelmiszer-ipari konzern, amely Olaszország hetedik legnagyobb vállalkozása, és amely harminc országban 36 ezer embert foglalkoztat, közel egy évtizeden keresztül tévesztette meg befektetőit. Az európai Enronként emlegetett pénzügyi visszaélések nyomán szemléletváltozást és a szabályozási környezetnek az átláthatóság szolgáltatása állítását szorgalmazta a befektetői piac.

A vállalati botrányosorozat és az általános bizalmi válság kapcsán az Európai Bizottság az alábbi öt fontos tanulságot vont le. Az *első*, hogy újra szükség van arra, hogy a befektetők elhiggyék a vállalati számokat. Ehhez az auditzakmának és az auditelteknek meg kell újulniuk. *Másodszorban* a menedzsment ösztönzési rendszere a biztonságos üzleti működést kell, hogy szolgálja. Nem lehet kizárólag a részvényárfolyam emelkedésétől függővé tenni a díjazást, és ezáltal etikátlan és a realitásoktól elszakadó vezetési gyakorlatra ösztönözni a menedzsmentet. *Harmadrészt* a cégeknek fel kell ismerniük, hogy befektetőik védelme nekik is jó! Fel kell ismerniük, hogy az első és legfontosabb szempont az, hogy a vezetés tetteiért a befektetőknek felelős. *A negyedik* elem az, hogy a befektetőknek, különösen a nagy intézményi befektetőknek aktívabban részt kell venniük a cégek életében. Nekik ott kell lenniük a közgyűléseken, és meg kell követelniük az alapos és tényszerű tájékoztatást. *Az ötödik* és legfontosabb tanulság azonban az, hogy az etikát nem szabad a pénzszerzés mögé sorolni. Egy olyan gazdasági rendszer, amelynek legfontosabb szereplői az etikai alapokat figyelmen kívül hagyják, kudarcra van ítélve.

Az intézkedéscsomag

A fenti tanulságok gyakorlatba ültetésére az Európai Unió egy hételemű intézkedéscsomagot² indított útjára, amelyek közül itt részletesebben a vállalatirányítási reformmal foglalkozunk.

A reformok előkészítése érdekében egy magas szintű, társasági jogi szakértői csoport összehívására került sor annak érdekében, hogy ajánlásokat fogalmazzon meg a modern európai társasági jogi szabályozórendszer kialakításához. Az ún. *Winter Csoport* tagjai számos vállalatirányítási területet is megvizsgáltak, így elsősorban az igazgatók szerepét elemezték, figyelemmel voltak a végrehajtó tevékenységre és a felügyeleti tevékenységre ellátó igazgatói feladatokra, a menedzsment díjazásának, valamint ennek átláthatóságának szabályozási lehetőségeire, valamint vizsgálták a könyvvizsgálati felelősség kérdését.

A csoport 2002 novemberében mutatta be jelentését (a továbbiakban: *Winter-jelentés*)³, amely az európai társasági jog modernizációjára, valamint az európai vállalatirányítási szabályokra fókuszált⁴. A szakértői bizottság továbbá javasolta, hogy az Európai Bizottság dolgozzon ki egy társasági jogi cselekvési programot, amit a Bizottság, jelentős mértékben támaszkodva a Winter-csoport jelentésére, 2003 májusában elő is terjesztett. Az akcióterv célja az európai társasági jogi és vállalatirányítási keretrendszer megreformálása volt.

A cselekvési program három időintervallumban fogalmaz meg feladatokat és célokat, elkerülendő a kapkodást, a szabályozási feladatok hektikus, és ebből eredően nem kellően kimunkált végrehajtását. A program ennek megfelelően rövid (2003-2005), közép- (2006-2008) és hosszú (2009-) távra bontja le azokat a feladatokat és célokat, amelyek a modern és hatékony európai vállalatirányítási környezet kialakításához nélkülözhetetlenek.

Az akcióterv segítségével az EU konkrétan két fő célt szeretne elérni:

- megerősíteni a részvényesek, munkavállalók és hitelezők védelmét, és
- elősegíteni az üzleti élet versenyképességét, különös gondot fordítva egyes nemzetközi (határon átnyúló) kérdésekre.

A jogszabály-alkotási, illetve egyéb közösségi szintű akciókat igénylő javaslatok a következő hat témakör köré szerveződnek: vállalatirányítás, tőkefenntartás és átalakítás, vállalatcsoportok és piramisok, vállalati átszervezés és mobilitás, európai magánvállalat, szövetkezetek és egyéb vállalati formák.

Az Európai Bizottság az *Európai Vállalatirányítási Kódex* létrehozásának ötletét elvetette, mivel megítélése szerint az túl sok hozzáadott értéket nem képviselne, csak egy újabb réteggel bővítené a szabályozási rengeteget, beékelődve a nemzeti és a globális szabályok, standardok közé. Az akcióterv ugyanakkor célul tűzte ki, hogy tagállami vállalatirányítási kódexek fokozatos közelítése érdekében létre kell hozni egy rendszeresen ülésező fórumot (*European Corporate Governance Forum*), amelynek keretei között találkoznak a tagállamok, az európai szabályozók, a kibocsátók, a befektetők és az akadémiai szektor képviselői is. A fórum alakuló ülésére 2005 januárjában került sor⁵. A vállalatirányítási szabályokat illetően megfogalmazódott továbbá egy olyan irányelv kidolgozásának szükségessége, amely a vállalatok éves vállalatirányítási jelentésének főbb alapelveit határozná meg. Középtávon a Bizottság olyan irányelvet tervezett előterjesztésében gondolkodik, amely az intézményi befektetőket kényszerítené arra, hogy befektetési politikájukat és az általuk felvásárolt vállalatokban alkalmazandó szavazási jogokat és eljárásokat hozzák nyilvánosságra, illetve arra is, hogy a tulajdonosok kérésére adjanak számot arról, egyes esetekben hogyan gyakorolták szavazati jogaikat.

A *határon átnyúló szavazás* megkönnyítése szintén szerepelt a reformintézkedések között, ezáltal is segítve a külföldi részvényeseknek a vállalati működésben való részvételét. Az *igazgatótanácsokat, az igazgatóságokat érintő reformok* meglehetősen gyorsan megin-

dultak. Meg kellett állapítani az igazgatóság tagjainak kollektív felelősségét, mivel a pénzügyi kimutatások iránti bizalom ahhoz kapcsolódik, hogy ki visel felelősséget összeállításukért és nyilvánosságra hozatalukért. Bevezették továbbá az ún. *vállalatirányítási nyilatkozatot*, amely új kötelezettség értelmében minden jegyzett társaságnak – éves jelentésének egy meghatározott részében – információt kell közzétennie saját (vállalatirányítási) gyakorlatáról. A Bizottság ezek mellett még több jelentős ajánlást fogadott el, követve azt a szemléletet, amely a vállalatirányítás területén a kötelező erejű szabályozási eszközök helyett az ajánlásokat és az önszabályozást részesíti előnyben. Az igazgatók díjazására (illetve alapvetően annak transzparenciájára) vonatkozóan még 2004-ben⁶ fogadták el az ajánlást, amelyet 2005-ben követett a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelőbizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelőbizottság) által létrehozott bizottságokról szóló ajánlás⁷. Ez utóbbi ajánlás annak szellemében készült, amely szerint annak biztosítására, hogy a vezetési funkció hatékony és kellően független felügyeleti funkció alatt álljon, az igazgatóságnak (felügyelőbizottságnak) elegendő számú elkötelezett, nem ügyvezető taggal vagy felügyelő bizottsági taggal kell rendelkeznie, akik nem játszanak szerepet a vállalat vagy annak csoportja vezetésében, és akik függetlenek. Az igazgatóságban (felügyelőbizottságban) a független tagok számarányának előírása a tagállamok feladata (lehetősége) marad.

Konkrét intézkedés volt a cselekvési terv listáján a *második társasági jogi irányelv modernizálása* és egyszerűsítése a részvénytársaságok alapítása, illetve a tőke megtartása és átalakítása vonatkozásában. Ennek megfelelően a cselekvési terv a SLIM (az európai jogszabályok egyszerűsítésére létrejött munkacsoport), illetve a Winter Csoport ajánlásai alapján rövid távon megvalósítandó célkitűzésként fogalmazta meg a nehézkos szabályozás módosítását.

A vállalati csoportokra és piramisokra vonatkozóan is jogszabály készült a csoportok pénzügyi és nem pénzügyi információinak közzététele tárgyában.

Az Európai Bizottság 2004 végén fogadta el a vállalati és pénzügyi visszaélésekkel szembeni stratégiáját tartalmazó közleményét, amely a vállalatirányítási szabályozási környezet számára is irányadó. A stratégia a pénzügyi szolgáltatások, a társasági jog, a számvitel, az adózás és a felügyelet területeit is érintve a pénzügyi és üzleti visszaélések visszaszorítása érdekében számos prioritást és végrehajtandó feladatot határozott meg. A dokumentum külön hangsúlyozta a Pénzügyi Szolgáltatási Cselekvési Terv⁸ hatékony végrehajtásának fontosságát a pénzügyi botrányok elkerülése érdekében.

A Cselekvési Terv egyébként teljes körűen megvalósult és a belső piaci építkezés egyik legnagyobb sikerének tekinthető, még akkor is, ha a pénzügyi válság hatására szinte azonnal szükség volt számos új rendelkezés előkészítésére, bevezetésére. A stratégia kulcsszavai a következők voltak: nagyobb transzparencia, fokozott nyomon követhetőség és jobban koordinált jogérvényesítés. A stratégia képezte, illetve képezi a nagy, átfogó vállalatirányítási reform első hullámának gerincét.

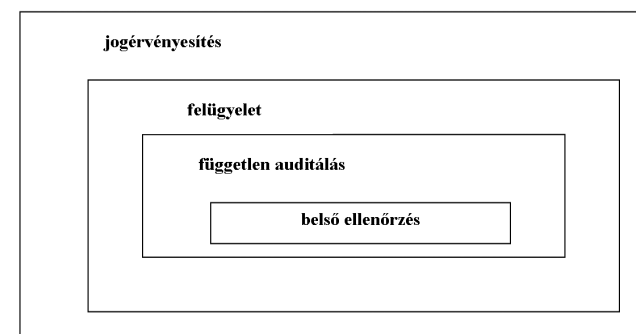
Mint már utaltunk rá, a Parmalat-estet (az európai „Enron-ügy”) világossá tette, hogy egyes cégek számviteli és üzletviteli gyakorlata bonyolult és átláthatatlan, és tevékenységük egyre követhetlenebb a befektetők és részvényesek számára is. A cél az, hogy olyan védelmi rendszer honosodjon meg Európában, amely az alábbi négy „bástyán” nyugszik:

- a vállalatok belső ellenőrzési rendszere, amely főképp az igazgatósági tagok felelősségén alapul,
- független auditálás,
- felügyelet és ellenőrzés s
- végül a törvények betartatása.

Ez az egységes koncepció garantálhatja az európai vállalatirányítási keretrendszer stabilitását és megbízhatóságát (1. ábra).

1. ábra

Az európai vállalatirányítási keretrendszer



A Parmalat leányvállalatok sokaságával, több offshore céggel rendelkezett a rugalmas jogi, pénzügyi és adózási környezet maximális kihasználása érdekében. A védelmi bástyák közül azonban már az első sem működött: a belső ellenőrzés nem volt megfelelő, ami lehetővé tette, hogy a tényleges működés és a mérlegben szereplő információk és eredménykimutatások nem fedték egymást. Az auditálás bástyája sem működött, noha egyes tanácsadók nyilvánvalóan tudtak a tényleges kockázatról, azonban ennek felelősségét igyekeztek továbbhárítani.

Az adózási területen, kiváltképp a társasági adózás területén, az információcserét és az átláthatóságot kell növelni annak érdekében, hogy az egyre komplexebbé váló vállalati struktúrák dzsungelében fenn lehessen tartani a megfelelő szintű üzletviteli garanciákat. Ennek keretében a kölcsönös segítségnyújtásról szóló irányelv szorul továbbfejlesztésre: az adózási csalás és adóelkerülés közös európai definícióját pontosabbá kell tenni, lehetővé kell tenni, hogy a tagállami adóhatóságok között az információáramlás és a tapasztalatcsere az ediginél intenzívebb és eredményesebb legyen. Az információtechnológiát szintén az adóhatóságok együttműködésének szolgálatába kell állítani, az adóparadicsomokat pedig megfelelő eszközökkel (lásd a megtakarítási adó tárgyalásának folyamatát) rá kell venni e státusuk fokozatos feladására, illetve az információcsere és a transzparencia gyakorlására.

Az európai szintű reformok mellett természetesen a tagállamok saját maguk is végzik dolgukat, és megpróbálják vállalatirányítási rendszerüket modernizálni. Ebben Hollandia jár az élen, amely új vállalatirányítási kódexet (nagyon sok tekintetben hasonlít az amerikai Sarbanes-Oxley-törvényre) segítségével rendkívüli eredményeket ért el, és feltornázta magát a világ legrészletesebb vállalati szektorral rendelkező országai közé. (A GovernanceMetrics 2005 márciusi felmérésében Hollandia, Anglia, Kanada, az USA és Írország mögött a világ 5. legjobb helyezését kapta a vállalatirányítási rangsorban.) A reformok hatására például azon cégek aránya, ahol nincs szétválasztva az elnöki és a vezérigazgatói poszt, két éven belül 47 százalékról 39 százalékra csökkent. Németországban pedig egy olyan törvényt terjesztettek elő 2005 márciusában, amely kötelezővé teszi a vállalatvezetők fizetésének és egyéb juttatásának nyilvánosságra hozatalát. Ez a tendencia a válság miatt kialakult társadalmi hangulat, illetve a cégvezetők gyakran arcátlan méreteket öltő jutalmai miatt a közelmúltban világszerte felerősödött.

A reformok második, 2007 után induló hullámának a jelzálogpiac összeomlásával induló globális gazdasági válság adott nagy lökést. Mindennek a tanulságait jelenleg próbálják leszűrni a tagországok, és próbálják meg lefordítani a jogalkotás, illetve a közösségi szintű ajánlások megalkotásának szintjére. Az új szabályok elsősorban a pénzügyi szolgáltatókat, a pénzügyi piacokat és a hitelminősítő intézeteket fogják érinteni. Érezhető a túlnyomórészt önszabályozásra épülő megközelítés módosulása is: a vészhelyzetben egyre nagyobb a hajlandóság a tagországokban, hogy EU-szintű kötelező szabályokat fogadjanak el, különösen

azoknak a pénzügyi termékeknek az esetében (pl. fedezeti alapok), ahol eddig globálisan túlzottan szellős volt a szabályozás. Az EU ebben a tekintetben globális szabályalkotó szándékkal is fellép, a közeljövő fogja megmutatni, hogy milyen sikerrel.

A versenyképesség elősegítésének egyik eszköze tehát a vállalatirányítási szabályrendszer modernizációja, amit az előzőekben tárgyaltunk, a másik eszköz, amely elősegítheti a kreatív és versenyképes gazdaság kifejlődését és virágzását, az a modern és ütőképes *vállalatirányítási (menedzsment) kultúra* megléte, illetve kialakítása.

Az innováció, a fejlesztés, amihez viszont sokkal több idő, megfelelő vállalkozás és innovációbarát környezet, és nem utolsósorban kreatív emberek és megfelelő vezetők kellenek. Az általános vállalkozói szellem elengedhetetlen feltétele a fejlődésnek.

Különbségek a globális vezetői értékrendben

Egy vezető nemzetközi humánerőforrás-cég 2005 végén kétszáz európai cégvezetőt kérdezett meg vezetői gyakorlatáról és értékelt ki. A felmérésben szereplők alapvetően nagy multinacionális cégek első emberei voltak, akikről joggal feltételezhetnénk, hogy alapvetően egy egységes globális vezetői értékrend szerint gondolkodnak és cselekszenek. A felmérés azonban meglepő eredményt hozott: a különböző nemzetiségű vezetők mentalitása jelentősen eltért egymástól. A brit vezetők meritokratáknak, a németek demokratáknak, a franciák autokratáknak bizonyultak. A brit vezetőt nem zavarja, ha döntéseit megkérdőjelezzik, a német a szerénység fontosságát hangsúlyozza, a francia pedig élvezzi a hatalmat, amit az nyújt neki, hogy döntést hozhat, akár munkatársai megkérdőjelezése nélkül is. A francia menedzserek kétharmada, a németek fele és a britek mindössze harmada tartja az egyik legfontosabb dolognak az egyszemélyes, korlátok nélküli döntéshozás lehetőségét. A brit vezetők kétharmada, a németek fele, de alig több mint a franciák tizede tartja a három legfontosabb vezetői feladat egyikének a cégen belüli tehetségek kinevelését. A hatalom birtoklása a francia válaszadók körében a briteknél háromszor, a németeknél pedig nyolcszor fontosabb szempontnak bizonyult. Minden harmadik francia vezető sorolta a vezetői pozícióval járó társadalmi elismerést a három legfontosabb szempont egyike közé, míg mindössze minden hatodik német és minden ötvenedik brit gondolta ezt így. A németek legnagyobb félelme a kudarc volt, míg a britek a kudarcot sokkal inkább a normál emberi tanulási folyamat részének tekintik. A francia vezetők legnagyobb félelme pedig – az előzőek alapján nem meglepő módon – a cégen belüli

„egók” konfliktusai miatt kialakuló feszültségek voltak. Az európai menedzsmentkultúrára igencsak rányomja a bélyegét a nemzeti hovatartozás kérdése. Az Aspen és Economic Intelligence Unit felmérése, amelyet 450 nagy európai cég körében végeztek, lesújtó eredményt hozott. A vizsgált 75 olasz cégből csak egynek volt külföldi (francia) vezetője. A 75 francia cégből kettőnek, a 75-75 skandináv és spanyol cégből pedig háromnak, illetve négynek volt külföldi főnöke. Németországban és Nagy-Britanniában sokkal jobb volt az arány (12, illetve 26), vagyis ezek az országok sokkal inkább a képességeket, mint a nemzeti hovatartozást helyezték előtérbe. A vizsgált 75 francia cég vezetőjéből 33 érkezett az ország két gazdasági elitegyeteméről, az École Polytechnique-ről, illetve az École des Hautes Études Commerciales-ről. Az európai felső vezetők kiválasztásában mintha sem a közös piac több évtizeddel ezelőtti létrejötte, sem a globalizáció nem játszana semmilyen szerepet sem, annál inkább fontos a nemzetiség és a diplomát adó intézmény presztízse. Ez is európai jelenség. Hiszen amellet, hogy a vállalkozási és vállalatvezetési ismeretek oktatása egyelőre igen specializált, szinte kizárólag közgazdasági egyetemeken és business schoolokon folyik, a „papírnak” igen nagy tisztelete és szerepe van az előrejutásban. Sokkal nagyobb, mint Amerikában. Üssük csak be Sergey Brin nevét az általa létrehozott Google-ba, és azt kapjuk, hogy az orosz bevándorló feltaláló felfüggesztette doktori tanulmányait a Stanford Egyetemen. A Harvardot idő előtt otthagyo Gatesről már ne is beszéljünk. „Legyél dühös, ne közgazdász!” – mondja Anita Roddick, a Body Shop multimilliomos alapítója. Az európai vállalkozóknak és vállalatvezetőknek sokat kell tanulniuk, nem utolsósorban hozzá kell szokniuk a turbóglobalizáció korának kíméletlen piaci jelenségeihez, mint például a hagyományosan bankkölcsonökből fejlesztő német vállalatoknak az ellenséges felvásárlásokhoz, a tőzsdei jelenlét okozta bonyolult jelentéstételi és transzparenciaszabályokhoz. Vagy ahhoz, hogy a hagyományos korporatív struktúrák, amelyek alapja a nagy cégek és beszállítóik egymásban meglévő kereszttulajdonlása, és a gyakran állami bankokkal, vagy egyenesen az állammal, esetleg a helyi önkormányzatokkal való jó viszony fenntartása hamarosan a múlté. Ezen az átmeneten a finn vállalatirányítási rendszer már átesett, és nagyban hozzájárult a finn gazdasági csoda kialakulásához. Amíg ez nem történik meg, addig elmosódnak a vállalkozás és az állami beavatkozás határai.

Egy 2009-es felmérés szerint túlságosan öreg emberekből állnak és túlságosan ritkán üléseznek az európai vállalati igazgatótanácsok és felügyelőbizottságok, különösen érvényes ez a német cégekre. A Heidrick

& Struggles személyzeti tanácsadó cég Európa 13 országában összesen 371 nagyvállalat igazgatótanácsát és felügyelőbizottságát vonta be felmérésébe. (Az it és az fb különválasztása jellemző a német, az osztrák, a svájci, a dán, a holland és a finn társasági jogra. Nagy-Britanniában, Olasz- és Spanyolországban ezzel szemben általában egyazon testület tölti be az operatív igazgatási és a tulajdonosok érdekeit néző felügyeleti feladatokat, míg Franciaország, Svédország, Belgium és Portugália vegyes rendszert alkalmaz.) A pénzügyi válság, a német közéletet az utóbbi években elárasztó korrupciós botrányok egyaránt rávilágítottak: nem jól működik a cégirányítás Németországban és általában Európában. A tanulmány szerint a legjobban a brit és a holland igazgatótanácsok és felügyelőbizottságok töltik be küldetésüket. Viszonylag jól működnek az it-k és az fb-k a svájci, svéd, finn és francia nagyvállalatoknál is. Az európai vállalatok igazgatóságában és felügyelőbizottságában helyet foglaló tagok átlagéletkora 59 év (Németországban 60), és évente átlagosan 9,6 alkalommal üléseznek. Egy átlagos it- vagy fb-tag 5,5 évet tölt el pozíciójában. Az it-k és az fb-k átlagos létszáma 11,8 fő, de ebből csak 1,2 tag nő. A külföldi vezetők aránya Hollandiában a legmagasabb, 54 százalékos – Spanyolországban ezzel szemben csupán 10, Németországban pedig 8 százalék⁹.

Ha Európának sok tanulnivalója van vállalkozásból, akkor Japánnak még több. Az államilag aprólékosan megtervezett gazdaságpolitika és az annak alapján létrehozott megavállalatok, a keiretsuk egykor a világ legfélelmetesebb fegyvereinek számítottak. Ma már látható, hogy az idejük lejárt, csakúgy, mint a mások ötleteinek adaptálására és tökéletesítésére alapuló fejlesztéspolitika. Az imitációt ma már az innovációnak kell felváltania. Japán természetesen hatalmas kutatásfejlesztési eredményeket ért el, és a robotikában ma is verhetetlen, de úgy tűnik, gazdasági modellje zsákutcába jutott, és helyzete a nála tízszer nagyobb Kína felemelkedésével tovább nehezedik. Japán legnagyobb ellenfele azonban nem Kína, hanem az, hogy nincsenek önállóan gondolkodni képes, kockázatvállaló és kreatív menedzserei. A japán vállalati gépezet addig működik (igaz, ebben az esetben szinte tökéletesen), amíg nincs szükség irányváltásra, a megszokott mintáktól való eltérésre. Ha viszont eljön ez az idő, a rendszer lebénul, mert nincs, aki mozgassa. A turbóglobalizáció idején azonban az egyenes szakaszok egyre rövidebbek, a kanyarok pedig egyre élesebbek lesznek. A siker titka az oktatás, a kutatásfejlesztés és az innováció szoros és gyümölcsöző kapcsolatának megteremtése. A magas színvonalon képzett egyetemisták úttörő kutatási eredményein alapuló sikeres hi-tech cégek, amelyek mun-

kahelyeket teremtenek, külföldi piacokat szereznek, nemzetközi szabadalmakat birtokolnak, esetleg még nemzetközi szabványokat is teremtenek.

Az amerikai MIT (Massachusetts Institute of Technology) – amely a világ legfontosabb technikai tudásgyárának számít – mintájára az Európai Unió is elindított egy ehhez hasonló, de az MIT-hez képest sokkal lazább intézményi keretek között működtetendő tudásközpontot: az EITI-t (European Institute of Technology and Innovation)¹⁰. Az intézmény krédója éppen a mágikus háromszög (közkeletű nevén a tudástechnológiai háromszög) létrehozása, vagyis az oktatás, a kutatásfejlesztés és a kutatási eredmények gyakorlati hasznosításának – az innovációnak – az egy helyre telepítése. Ezek a tudássejtek – amelyek oktatókból, kutatókból és hi-tech vállalkozókból állnának – lennének Európa „tudás-kutatás-innováció háromszögei”. Az ötlet – amelyet nem övezett egyértelmű lelkesedés a kutatói és egyetemi szféra részéről az induláskor – valódi működésbe lendülésére még néhány évet várni kell. Nyilvánvaló, hogy egy ilyen projekt, bármilyen fontos, szimbolikus szerepe is van, csak csepp a tengerben: az európai mentalitást kell megváltoztatni. Gondolkodásunk természetes részévé kell válnia az oktatás, a kutatásfejlesztés és az innováció összekapcsolásának.

Az üzleti ismeretek oktatása területén – jóllehet van számos kiváló európai business school – szintén az amerikai dominancia a jellemző: az Economist Intelligence Unit 2005-ös listáján a legjobb tíz között csak kettő európai található, csakúgy, mint a Financial Times 2006-os rangsorán. A mai nyugat-európai fiatalok generációjának el kell magyarázni, hogy a képzés célja nem egy diploma, ami biztonságos, nyugdíjas állásra jogosít az állami igazgatásban. Jobb, ha elhiszik, és nem a „globalizáció” tanítja meg őket – a kínai és indiai tudásmanufaktúrákban milliányi mérnök lép a piacra –, mert az könnyen kiábrándultsághoz vezet. Ez pedig rossz tanácsadó. Ha úgy fognák fel a tanulást, mint a legfontosabb eszközt az „élet” versenyében való sikeres részvételhez, számos frusztrációtól kímélnék meg magukat. A politika feladata ennek a szemléletmódnak az elterjesztése. Nemcsak a szemléletmóddal, de az intézményrendszerrel is baj van. Az európai felsőoktatási rendszer szétaprózott, alig vannak globálisan kiemelkedő egyetemeink, jóllehet rengeteg „jó” egyetem található Európában (a top 20 egyetem közül csak két európai van). A képességek elsajátításával nincsen baj Európában, hiszen az oktatás és a felsőoktatás színvonala rendkívül magas mind a matematika, mind a természettudományos ismeretek tekintetében. A probléma a következő lépésnél kezdődik. Az európai egyetemi reformok, amelyek az intézmények finanszírozását piaci alapokra helyezik (saját bevételek

generálásával, cégek, alapítványok által) több európai országban folynak. Finnország például 2007 elejétől újította meg egyetemi finanszírozási rendszerét, lehetővé téve az állami egyetemeknek, hogy üzletorientáltabb költségvetésük legyen és intenzívebb kapcsolatuk alakuljon ki a magánszférával.

Az európai versenyképesség igazi letéteményesei a versenyképesen működő vállalatok, a tudástőke, illetve a kreatív vállalkozók és vállalatvezetők, sokkal inkább, mint a versenyképesség növelésére irányuló politikai programok és deklarációk. A politika felelőssége, hogy a szükséges szabályozó- és ösztönzőrendszert megalakítsa, és garantálja annak stabilitását.

A gazdasági világválság ebben a tekintetben Európa számára akár még áldásos is lehet, hiszen történelmi esélyt adhat az európai szabályalkotóknak, hogy az új globális gazdaság- és vállalatirányítási szabályok (elsősorban a pénzügyi szektorra vonatkozóan) létrehozásában kulcsszerepet játsszon.

Lábjegyzet

- ¹ Pl. a Bizottság 2004. december 14-i ajánlása a megfelelő rendszer előmozdításáról a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazása érdekében (2004/913/EK), a Bizottság 2005. február 15-i ajánlása a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelőbizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelőbizottság) által létrehozott bizottságokról (2005/162).
- ² A hitelemes megoldási javaslat részelemei a következők: a piac-zavarásról szóló (market abuse) irányelv elfogadása a tisztességes piaci magatartás előmozdítása érdekében, a vállalatirányítás reformja, a számviteli szabványok, előírások modernizálása, az auditszakmára vonatkozó előírások javítása, a pénzügyi elemzőkre és tanácsadókra vonatkozó előírások javítása, a pénzügyi intézményekre vonatkozó prudenciális előírások szigorítása, a tőzsdei kereskedésben részt vevő cégekre vonatkozó nyilvánosságára hozatali és transzparencia-előírások erősítése.
- ³ Final Report of the High Level Group of Company Law Experts chaired by Jaap Winter.

- ⁴ A Versenyképességi Tanács 2002. szeptemberi ülésén felhívta a Bizottságot, hogy a tagállamokkal történő konzultációkat követően dolgozzon ki akciótervet a társasági jog modernizációja érdekében, a vállalatirányítási kérdésekre is kiterjedően, amely igényt az Európai Tanács is megerősített 2003. márciusi ülésén.
- ⁵ A Bizottság 2004. október 15-i 2004/706/EK határozata.
- ⁶ A Bizottság 2004. december 14-i ajánlása megfelelő rendszer előmozdításáról a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazása érdekében (2004/913/EK).
- ⁷ A Bizottság 2005. február 15-i ajánlása a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelőbizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelőbizottság) által létrehozott bizottságokról (2005/162).
- ⁸ COM (1999) 232, továbbá a 2005. május 3-i Zöld Könyv a pénzügyi szolgáltatások politikájáról.
- ⁹ Lásd részletesebben: Marján Attila: Az Európai Unió gazdasága, HVG, 2006.
- ¹⁰ Lásd részletesen az intézmény statutumát: Az Európai Parlament és a Tanács 294/2008/EK rendelete (2008. március 11.) az Európai Innovációs Technológiai Intézet létrehozásáról.

Felhasznált irodalom

- Centre for European Reform* (2006): EU 2010 – A programme for reform – Manifesto, Brussels
- Lewis, William W.* (2004): *The Power of Productivity: Wealth, Poverty, and the Threat to Global Stability*, The University of Chicago Press, McKinsey & Co
- Marján A.* (2007): *Európa sorsa – Az öreg hölgy és a bika*. HVG Könyvek, Budapest
- Marján A.* (2006): *Az Európai Unió gazdasága – minden, amit az EU gazdasági szakpolitikáiról tudni kell*. HVG Könyvek, Budapest
- Pisani-Ferry, J. – Sapir A.* (2006): *Last exit to Lisbon*, Bruegel Policy Brief, 14 March
- Szalai Z.* (1998): *Értékpapír-befektetés az Európai Unióban*, MNB Műhelytanulmányok, 14. március

Cikk beérkezett: 2009. 3. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2009. 8. hó