

# A RÉSZVÉNYTÁRSASÁG IGAZGATÓSÁGÁNAK SZEREPE ÉS SZEMÉLYI ÖSSZETÉTELE<sup>1</sup>

– I. rész –

A tanulmány témája az igazgatóságok szerepe és személyi összetétele a részvénytársaságban. Mindenekelőtt arra keresi a választ, hogy a részvénytársaságok irányításában alapvetően ellenőrző vagy irányító funkciót gyakorolnak-e az igazgatóságok. A kérdés elméleti háttérét adó társaságirányítás (corporate governance) alapdilemmája szintén ez: vajon erős irányítási hatalmat kell adni a vállalatnak, vagy a vállalat ellenőrzését kell előtérbe helyezni.<sup>2</sup> Az elmélet első sorban a tulajdonosok és a vállalat kapcsolatát vizsgálja.

Az első rész témája az elméleti háttér vizsgálata, a jelenleg létező két domináns társasági rendszer – az angolszász és a német – bemutatásával együtt.

## A társaságirányítás elmélete és nemzetközi gyakorlata

A társaságirányítás a vállalat irányítása, ellenőrzése és strukturálása azt az elsőrendű célt szem előtt tartva, hogy a vállalat működése megfeleljen a tulajdonosi céloknak. Tágabb értelemben azonban a társaságirányítás nem csupán a tulajdonosi célokat tartja szem előtt, hanem az érintettek (stakeholderek) érdekeit is.<sup>3</sup>

Nézzük meg, hogy a társaságirányításra milyen más definíciókat adtak a téma nemzetközi szakértői.<sup>4</sup> George Canes, az Intézményi Befektetők Tanácsának elnöke szerint a társaságirányítás az eszközös portfóliójának aktív kezelése, melynek során mind a részvényesek, mind pedig a menedzserek jól járnak. Colin Short-nak, az ICI pénzügyi igazgatójának véleménye a társaságirányítás céljáról az, hogy az nem más, mint részvényesi érték (shareholder value) elérése a részvényesek számára. James Fischer, a Scottish Amicable igazgatója szerint a társaságirányítás a tulajdon és az ellenőrzés szétválasztásáról szól.

A társaságirányítás elméletének sarokköve a tulajdonosok és az ügyvezetés kapcsolata. A részvényesek megbízzák, felhatalmazzák az ügyvezetést, hogy tulajdonosi céljaikat szem előtt

tartva vegyék át a vállalat operatív irányítását. Ez a megbízás, felhatalmazás gondolatmenetünk kritikus eleme, hiszen ennél a pontnál válik el a tulajdon az irányítástól.<sup>5</sup> Ez a megbízás rámutat továbbá a társaságirányítás és a megbízó – ügynök probléma elméleti párhuzamaira. A megbízó – ügynök konfliktusnak egyik alete a corporate governance összefüggésben a társaságirányítási probléma.

A társaságirányítási probléma első sorban ott merül fel, amikor a részvényes megbízza az ügyvezetést. Ettől a pillanattól kezdve a klasszikus ügynök elmélet minden problémájával szembe találkozhatunk.<sup>6</sup> Ezek közül a legfontosabb az eltérő érdekelttség. Lássuk először a részvényesek célrendszerét.

A tulajdonosi cél általában igen összetett, országonként és vállalatonként más és más hangsúlyt kap. Leggyakrabban alapvetően profit- illetve osztalékérdekelt, ezt azonban más érdekek is kiegészíthetik. Ilyen lehet a domináns piaci pozíció megszerzése, vagy technológiai vezető szerep kiharcolása az adott területen, vagy egyszerűen a túlélésben érdekelt a tulajdonosok nehéz gazdasági helyzetben. A tulajdonosok célfüggvényét azonban sokszor az a tény teszi bonyolulttá, hogy nem egy tulajdonosa van az adott vállalatnak.

A részvényesek érdekelttségét egészíti ki, hogy ún. reziduális ellenőrzési jogokkal rendelkeznek, azaz kevés dolog felett van közvetlen irányítási hatalmuk. Korlátozott jogkörűnek



megfelelően korlátozottak a kötelezettségeik. Egyrészt a legtöbb, amit veszíthetnek, az a vállalatba befektetett pénz, másrészt még arra a minimális részvételre sem kötelezhetőek, amire jogosultak, azaz nem kötelező közgyűlésre járniuk, nem kötelező ott szavazniuk, nem kell feltétlenül ellenőrizniük a vállalat ügyvezetését. A reziduális kötelezettségeknek megfelelően reziduális hozamra jogosultak. Ez azt jelenti, hogy a részvényes csupán arra a pénztömege tarthat igényt, mely a vállalat összes kötelezettségeinek teljesítése után fennmaradt.<sup>7</sup> Tehát miután a vállalat kifizette a számlákat a szállítónak, eleget tett a vevők igényeinek (plusz szolgáltatások stb.), kifizette saját dolgozóit és vezetőit, letudta az aktuális kamatot és tőketörlesztést a hitelezők felé, végül befizette a helyi és központi adókat, mindezek után, amennyiben marad valami, a részvényesek osztozhatnak a reziduumon. Ez a tény járul hozzá elsősorban ahhoz, hogy a részvényesek érdekeltek a kockázatosabb, ám magas hozammal kecsegtető befektetésekből, ugyanis magas hozam esetén nagyobb esélye van annak, hogy a maradék, osztalékra szánt nyereségtömeg nem apad le a sok más kötelezettség kifizetése után. A magas hozam kilátásaival együtt járó magasabb kockázat kevésbé érdekli részvényeseinket. Sokkal több veszíteni valójuk van például a hitelezőknek, kudarc esetére ugyanis a legtöbb kockázatot ők vállalják.<sup>8</sup>

Az ügyvezetés alapvető érdekeltisége nem feltétlenül a profit, főleg pedig nem a magas kockázatú befektetések. Leggyakrabban állásukban, karrierjükben és fix fizetésükben érdekeltek, hiszen legfőbb értékük az a vezetői állás, melyet betöltenek. Emiatt kedvelik inkább a biztonságos üzletmenetet. Ugyanakkor nagyon fontos számukra a növekedés. Ez az érdekeltiség gyakran kiegészül a presztízs, a hatalom motivációjával, mely sokszor arra készíti az ügyvezetést, hogy hatalmas vállalatbirodalmat alakítson ki. A nagy méret tehát gyakran öncéllá válik, és ez semmiképpen sem egyeztethető össze a részvényesi, tulajdonosi érdekekkel.

A megbízó-ügynök probléma következő eleme az eltérő *felelősség*. A részvényes, a megbízó felelőssége korlátozott, csupán részvényét vesztheti. Számára azonban ára is van a korlátozott felelősségnek: nem szólhat bele közvetlenül az irányításba, csak közvetve ellenőrizheti az ügyvezetést. A megbízott ügyvezetés, azaz az ügynök, közvetlenül irányítja a vállalatot, ennek megfelelően felelőssége is sokkal kiterjedtebb.

Az eltérő érdekeket és felelősséget csak tetézi, hogy más az *információhoz* való hozzáférése az ügyvezetésnek, mint a részvényesnek. Ez az információs aszimmetria lehetetlenné teszi a megbízónak, hogy objektív képet kapjon saját tulajdonáról, a vállalatról.

A társaságirányítási problémának több *feloldási lehetősége* van, melyeket a következőkben sorolok fel. Témánk szempontjából a legfontosabb feloldási lehetőség az igazgatóság. Ez a megközelítés adja meg a feleletet egy eddig még megválaszolatlan kérdésre. Korábban ugyanis még tisztázatlan volt, hogy milyen módon kapcsolódik be az igazgatóság a részvényesek és az ügyvezetés között feszülő megbízó-ügynök konfliktusba. Ennek egyik feloldási lehetősége tehát az igazgatóság közbeiktatása (tulajdonosok – igazgatóság – menedzsment), melyet utolsóként fogok tárgyalni.<sup>9</sup> Lássuk tehát, hogy melyek ezek – a társaságirányítási problémát feloldó lehetőségek.<sup>10</sup>

**1. Vállalati törvények, szabályok, melyek egyértelműen meghatározzák mindazoknak a szerepét, akik meg vannak bízva a vállalat irányításával.** Ezek közé tartozik az Alapszabály, az Igazgatóság ügyrendje, az Ügyvezető Igazgató hatásköre és feladatai, valamint a Szervezeti és Működési Szabályzat.

**2. Termékpiacok felőli ösztönzés:** olyan külső ellenőrző mechanizmus, mely a nem hatékony vezetéssel rendelkező vállalatot, amelyik nem tud piaci sikereket elérni, a tönkremenéssel fenyegeti.

**3. A „társaságok piaca“, azaz a vállalatfelvásárlások fenyegetése,** mely azt jelenti, hogy a belső tartalékkal igen, ám hatékony vezetéssel nem rendelkező cégeket olyan befektetők vásárolják meg, akik az irányítás átvételével azt remélik, hogy sikerül többet kihozni a vállalatból. Ez a legtöbb esetben úgy történik, hogy amennyiben az irányítás nem megfelelően hatékony, a részvényesek egyre nagyobb hányada szavaz lábbal, azaz kivonul (*exit*<sup>11</sup>), ami esetünkben a részvény eladását jelenti. A kínálat megnövekedésével a részvényárfolyam csökkenni kezd, így egyre nagyobb az esélye annak, hogy a részvények alacsony áron való felvásárlásával átvegyék a vállalat irányítását azok, akik jobb lehetőségeket látnak a cégben. Ezzel a mechanizmussal az a gond, hogy egyoldalúan a részvényesek érdekét képviseli, míg a többi érintett (alkalmazottak, vevők, szállítók, hitelezők stb.) általában roszab-



bul jár. Ennek a feloldási lehetőségnek az előfeltétele a hatékony tőkepiac, mely lehetővé teszi a tulajdonosok számára, hogy felszámolják tulajdonukat. A részvényesek tömeges távozása (exit) egyben megnehezíti a menedzsment számára a pótlólagos tőkebevonást.

4. Egy újabb feloldási lehetőség a meghatalmazásokért (proxy) folytatott verseny. Ebben az esetben az ellenőrzést megszerezni akaró személy nem kell, hogy megvásárolja a többségi részvényt, elég, ha az egyes részvényekhez tartozó szavazati jogokat szerzi meg meghatalmazások útján. Ezekkel az a célja, hogy leszavazza a vállalat jelenlegi irányítóit és magához ragadja az ellenőrzést. Ez a módszer is - csakúgy mint az előző - meglehetősen romboló hatású, mivel csakis az önérdeket veszi figyelembe, s megfélemlít az érintettekről. További hátránya, hogy meglehetősen költséges is.

5. A társaságirányítási problémát feloldó mechanizmus lehet a fizetésképtelenség lehetősége. Itt voltaképpen arról van szó, hogy amennyiben a vállalat csődöt jelent, az irányítás átmegy a tulajdonosoktól a hitelezőkhöz. Ez a lehetőség a legdrágább az említettek közül.

6. Létezik az ügynök problémának egy klasszikus megoldása, mely az alapvető érdekkonfliktust próbálja megszüntetni, illetve az eltérő érdekeket egymáshoz közelíteni.<sup>12</sup> Eszerint eredményjellegű szerződésekkel oldhatóak fel e természetes érdekkonfliktusok. Ez jelen esetben az ügyvezetés és a tulajdonosok olyan szerződését jelenti, melyben közös célrendszert rögzítenek. Ennek egyik hasznos példája az ügyvezetés tulajdonossá tétele, azaz a részben részvényrel illetve részvény-opcióval történő javadalmazás.

7. A társaságirányítási probléma utolsóként tárgyalta feloldási mechanizmusa az igazgatóság, mely e tanulmány közelebbi tárgyát képezi, ezért részletesebben térünk ki rá.

Az igazgatóság érdekközvetítőként áll a részvényesek és a menedzserek között: tolmácsolja a részvényesek, tulajdonosok érdekét a menedzsment felé, ugyanakkor ismerteti a vállalati aktuális helyzetét a részvényesekkel.

Az igazgatóságban helyet foglaló igazgatókat alapvetően kétféle csoportba lehet besorolni: végrehajtó (executive directors) és nem végrehajtó igazgatók (non-executive directors) csoportjába. Előbbiek a társaság alkalmazottai, amellett,

hogy az igazgatóság tagjai, és operatív vezetői teendőket látnak el teljes állásban. Rendelkezésükre áll a társaság irányításához szükséges összes mennyiségi és minőségi információ. Ugyanakkor szubjektívek a társasággal kapcsolatban, hiszen „saját gyerek“-ükről van szó, így nem feltétlenül képviselik a tulajdonosi, részvényesi érdekeket.

Utóbbiak, a nem végrehajtó igazgatók nem állnak munkaviszonyban a társasággal, általában megbízási alapon végzik tevékenységüket. Az ő szerepük az igazgatóságban, hogy tárgyilagosabb megközelítést hozzanak be az ülésekre. A nem végrehajtó igazgató, a külsős, azonban hiába objektívebb, ha nincsen meg hozzá a megfelelő információtömeg, mely csak a végrehajtó, belső igazgatónak áll rendelkezésre. A külső tagok információval való ellátása nagy mértékben függ az előkészítéstől, legtöbbször a belső igazgatóktól, illetve az ügyvezetés egészétől.

Az igazgatósággal mint az irányítási konfliktust feloldó piaci mechanizmussal szemben azonban felmerülhet egy kétely. Könnyen elképzelhető ugyanis, hogy ez a szerv megoldás helyett csupán két részre bontja a megbízó-ügynök ellentétet, és ezzel inkább csak további fölösleges áttételeket okoz ebben a legalább strukturájában egyszerű problémában. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy napjainkban a nemzetközi gyakorlatban mennyire sikeres megoldási módszere a társaságirányítási konfliktusnak az igazgatóság.

### A nemzetközi gyakorlat

A két domináns társaságirányítási rendszert vizsgálva szembetűnő, hogy a kultúra és a gazdasági rendszerek különbözősége lecsapódik az igazgatóságok gyakorlatán, és ezáltal markánsan elkülönül az angolszász és a német rendszer. E két kialakult, és a saját környezetében megfelelően működő rendszert tárgyalom és hasonlítom össze a következőkben.

⇒ Az *angolszász gyakorlat* tárgyalásakor az egyszerűség kedvéért nem választom el az angol és az amerikai igazgatóságok működését, e kettőt együtt fogom vizsgálni.<sup>13</sup> Az angolszász példa központjában a board, az igazgatóság áll. A board működésének feltételeit sokkal tágabb kulturális és gazdasági rendszer határozza meg. Ez a rendszer a társaságirányítással kapcsolatban több nevet is kapott. A tradicionális modell elnevezés<sup>14</sup> arra utal, hogy ez a rendszer a hagyományos tulajdonosi jogokra épít, azaz a társaságirányítás legfőbb mozgatórugója a tőkét adó és



ezzel tulajdont, illetve tulajdonosi jogosítványokat szerző részvényes. Az angolszász modell másik elnevezése a külsőkre alapozott rendszer. Eszerint a társaságirányítást alapvetően olyan külső körülmények teszik hatékonyvá, mint a likvid tőkepiac, a vállalatfelvásárlások lehetősége valamint az erős verseny a menedzserek munkaerő piacán. Ismét egy másik elnevezés, mely konkrétan az igazgatóságra utal, az egyszintű- vagy egységes rendszer elnevezés, mely azt fejezi ki, hogy a végrehajtó (belső) és a nem végrehajtó (külső) igazgatósági tagok egy testületben ülnek, ebben a struktúrában tehát nincsen felügyelő bizottság.<sup>16</sup> Az irodalom legnagyobb része azonban – arra alapozva, hogy a modell elterjedtsége földrajzilag jól körülhatárolható – egyszerűen az angolszász vagy amerikai rendszer elnevezést használja.<sup>17</sup>

Az angolszász rendszer alapja a tulajdon decentralizáltsága: hiányzik a domináns befektető. A következő táblázat jól mutatja, hogy a vállalati tulajdon milyen széles körben terül szét.

A vállalatok tulajdonosai az Amerikai Egyesült Államokban

Tulajdonos megnevezése	százalék
Egyének	41
Nyugdíjalapok	33
Segélypénztárak	9
Egyéb	17
Összesen	100

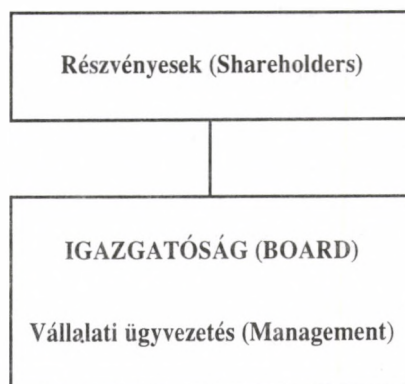
A fenti táblázatból látható, hogy a részvények jelentős részét egyének birtokolják, de hasonlóan fontosak az intézményi befektetők is. Viszont az intézményi befektetők is alapvetően olyan pénztárak, melynek tulajdonosai ugyanúgy egyéni befektetők.

A széles körben terített tulajdon miatt a tulajdonlás és az ellenőrzés elválik egymástól.<sup>19</sup> A részvényeseknek nem áll érdekében az, hogy közvetlen ellenőrzést gyakoroljanak az ügyvezetés felett, sőt az sem, hogy egyáltalán részt vegyenek az ellenőrzésben. Számukra ez túl drága. A vállalat egésze olyan környezetben működik, ahol egyáltalán nem ritkák a vállalatfelvásárlások, azon belül is az ellenséges vállalatfelvásárlások. Ebben a környezetben a részvényesekén

kívül más érintettek érdekeit aligha veszik figyelembe közvetlenül. A részvényesek pedig alapvetően a rövid távú profit mellett kötelezték el magukat, alacsony az érdekelttségük a hosszú távú pénzügyi célok megvalósításában. Amennyiben a tulajdonos nincsen megelégedve a társaság ügyvezetésével, sokkal olcsóbb neki eladni részvényét, azaz kivonulni (exit), mivel a tőkepiacok hatékonyan működnek. Más lehetősége a közvetlenebb ellenőrzés lenne, azaz, hogy felemelje hangját a neki nem tetsző folyamatok látán (voice). Ez irányban azonban lehetőségei egyrészt korlátozottak, másrészt egy egyéni tiltakozás tranzakciós költségei a szétszórt tulajdon miatt rendkívül magasak.

Az általános kulturális és gazdasági környezet áttekintése után, nézzük meg az igazgatóság konkrét helyzetét és szerepét az angolszász társaságban. Az egységes igazgatósági testület elhelyezkedését mutatja a következő séma.

Az igazgatóság (board) helye a részvénytársaságban az angolszász rendszerben<sup>20</sup>



Az ábrából az olvasható ki, hogy a vállalatvezetés és az igazgatóság kapcsolata igen szoros. Az igazgatóságon, tehát egy testületen belül vannak ún. végrehajtó (belső) és ún. kontroll (külső) igazgatók is.<sup>21</sup> Előbbiek azonban sokkal dominánsabbak a testületben – élükön a vezérigazgatóval (Chief Executive Officer, CEO), aki a társaságok 72-80 százalékánál az igazgatóság elnöke is egyben.<sup>22</sup> Nem csupán a kívülálló számára tűnik úgy, hogy a CEO testesíti meg a vállalatot egy személyben, hanem valóban ő a vállalat „erős embere”. Meghatározza az igazgatósági ülések napirendjét, sokkal több és jobb információ áll rendelkezésére, mint más tagoknak. A vállalati jog szerint a board választja a CEO-t, de valójában olyan nagy a CEO hatalma,



hogy jelentős befolyása van az új igazgatók kinevezésében, mivel rájuk vonatkozóan az igazgatóság tesz javaslatot a közgyűlésnek, melyet a legtöbb esetben elfogadnak. Ezt az utóbbi fordított kiválasztási rendszert nevezi John T. Connor, az Allied Chemical elnöke „gomba koncepció”-nak, ahol a gomba az igazgatósági tagot jelenti: „Tedd őt egy sötét helyre,“ – szól a kissé cinikus instrukció a CEO-nak mint természetű gazdának – „adj táplálékot bőségesen, és amikor kidugja a fejét, hogy végre figyelmet kapjon vagy kérdéseket tegyen fel, gyorsan és határozottan vágd le!”

Az angolszász (itt elsősorban amerikai) igazgatóságok személyi összetételéről, a testület nagyságáról és a külső, illetve belső tagok arányáról több becslés is létezik. Marek Hessel szerint az amerikai boardok átlagos létszáma 12 fő, melyből kilenc külső, három pedig belső igazgató, beleértve a CEO-t is, aki általában a testület elnöki szerepét is betölti.<sup>24</sup> Egy másik vélemény szerint, mely valamivel korábbi időszakra vonatkozik, az átlagos board 13 főből áll, melyből kilenc külső, négy pedig belső igazgató.<sup>25</sup> A legmértékadóbb és legfrisebb felmérés szerint a board átlagosan 14 főből áll, melyből tíz tag külső, míg négy tag belső igazgató.<sup>26</sup> Talán érdemes még idézni egy kissé túlzó kritikát is: Graef Crystal, az amerikai boardok hirhedt kritikusa szerint a tipikus amerikai board a management tíz barátjából áll, mely testületet kiegészítenek egy nővel és egy feketével is.<sup>27</sup>

Az angolszász board rendszert sok kritika éri: túl domináns a CEO a testületben, ezért csak „Bólogató Jánosok” a board tagok, akik mindent elfogadnak, amit a CEO terjeszt elő; kevés a külső igazgató, illetve a külső igazgatók sem igazi külsők, hanem például a vállalat korábbi alkalmazott felsővezetői; nem hatékony a részvényesek képvisellete az igazgatóságokon keresztül; a részvényeseknek pedig olyan rövid távú és hozamra koncentráló a szemléletük, hogy valójában nem is tulajdonosok.

Az angolszász board megreformálásával sok jelentős foglalkozott (Cadbury bizottság jelentése,<sup>28</sup> Üzleti Kerekasztal ajánlásai,<sup>29</sup> az Institute of Directors kiadványa,<sup>30</sup> a Williams ajánlások).<sup>31</sup> Ezek általában a következőket javasolják:

- növelni kell a valóban külső és független igazgatók szerepét és számát a boardban,
- a CEO legyen az egyetlen belső tag a testületben, és lehetőleg ne töltsen be ott az elnöki szerepet,
- erősítsék a bizottságok szerepét (a legfontosabb szerep ebben a könyvvizsgáló bizottságé),

- legyen több olyan bizottság, melynek munkájában csak külső igazgatók vesznek részt (ilyen például a jelölő bizottság, mely az új tagok felvételét javasolja, illetve a kompenzációs bizottság, mely a CEO díjazását állapítja meg),
- a részvényeseknek egyre szélesebb lehetőségük legyen a tiltakozásra is (voice) a kivonulás (exit) mellett. Erre egyre nagyobb esély van az intézményi befektetők szerepének, és ezzel a tulajdonosi koncentrációnak a növekedésével.

Más, radikálisabb javaslatok az angolszász társaságirányítás problémáinak végleges megoldását egyenesen a Németországban, illetve a kontinentális Európában elterjedt kétszintű testületi rendszer bevezetésében látják.<sup>32</sup>

A kritikák ellenére az angolszász rendszer már több mint száz éve működik a tulajdon és az ellenőrzés elválasztásával. Az ügyvezetés hatalmi dominanciája nem sérti a részvényesek érdekét, amennyiben valóban jó kezében van a vállalat. Amennyiben azonban nincs jó vezetése a vállalatnak, az igazgatóság az angolszász rendszerben nem a legjobb eszköz arra, hogy a részvényesek valódi érdekeit tolmácsolja.

⇒ Németországban, illetve a kontinentális Európában az igazgatóságok teljesen másképpen működnek.<sup>33</sup> Az angolszász példával párhuzamosan kapott sok elnevezést ez a rendszer. A kodeterminációs modell elnevezés arra utal, hogy ebben a környezetben elfogadott és kívánt a dolgozók képvisellete a társaságirányításban, tehát nem csupán a tőke, a tulajdon határozza meg az irányítást, hanem a másik legfontosabb termelési tényező, a munkaerő, az alkalmazottak is.<sup>34</sup> A belsőkre alapozott rendszer megnevezés társaságirányítási (corporate governance) terminus technicus, mely azt fejezi ki, hogy az irányítás alapvetően belső orientációjú, azaz sokkal nagyobb szerepet kapnak a koncentrált részvénytulajdonosok az ellenőrzésben, szemben az olyan külső eszközökkel mint például a felvásárlással való fenyegetés.<sup>35</sup> Széles körben elfogadott neve a társaságirányítás német példájának a „kétszintű rendszer”, mely az irányítás két intézményére, a felügyelő bizottságra (Aufsichtsrat) és az igazgatóságra (Vorstand) utal.<sup>36</sup> Ez utóbbi elnevezés mellett e modellnek leggyakoribb neve egyszerűen a „német rendszer”, bár ez földrajzilag nem fedli le elterjedésének egész területét.

A német példa gyökere is a tulajdonviszonyokban rejlik, mely sokkal inkább koncentrált, mint az angolszász országokban.



### A vállalatok tulajdonosai Németországban

Tulajdonos megnevezése	százalék
Vállalatok	52
Egyének	23
Bankok és befektetési társaságok	9
Egyéb	16
Összesen	100

A táblázatból látható, hogy a részvények legjelentősebb részét a vállalatok birtokolják vagy közvetlen, vagy közvetett részvénytulajdonlason keresztül. Az egyes vállalatokra is az jellemző, hogy tulajdonosi szerkezetük koncentrált, tehát kevesebb tulajdonos van, egyenként nagyobb tulajdonosi részesedéssel.

A koncentrált tulajdon miatt a részvényesek érdekérvényesítő lehetősége nagyobb, tehát a tulajdon és az ellenőrzés nem válik el. A gazdasági környezet nem kedvez a vállalatfelvásárlásoknak és egyéb külső irányítási mechanizmusnak. Az irányításban a tulajdonosok mellett nagy szerepet kapnak az alkalmazottak, a hitelező bankok,<sup>38</sup> a vállalat üzleti partnerei. Ezen és más érintettek részvétele azért intenzívebb, mivel az egész kulturális, jogi és gazdálkodási környezet nagyobb társadalmi elkötelezettséget vár el a vállalattól. Ezt jogilag legmagasabb szinten a német Alkotmány mondja ki, amikor lefekteti, hogy a magántulajdonnak kötelezettségei vannak a társadalommal szemben.<sup>39</sup>

A részvényesek, érdekeiket tekintve, sokkal inkább valódi tulajdonosok a német modellben, hiszen a vállalat hosszú távú sikerében érdekeltek. Gyakran a hozamérdekeltség helyett az elsőrendű cél a vállalat kiegyensúlyozott működése, hiszen a banki vagy partner vállalati tulajdonosok hosszú távú együttműködést szeretnének a rövid távú hozamérdekeltséggel szemben.<sup>40</sup> Amennyiben a tulajdonosok elégedetlenek a vezetéssel, sokkal hatékonyabb és a tranzakciós költségeket tekintve olcsóbb hangot adni az aggályoknak (voice), hiszen a koncentrált tulajdon érdekérvényesítő képessége sokkal jobb. A másik lehetőség a kivonulás (exit) lenne, ám ez nem is olyan egyszerű és olcsó, a kevésbé hatékony és likvid tőkepiacok miatt.

A német rendszer jellegzetessége a bankok nagy szerepe a vállalatok ellenőrzésében. A bankok a vállalatokkal kapcsolatban nem csupán hitelezői, hanem tulajdonosi státusuknál fogva is

igényt tartanak az irányításban való részvételre, sőt nagyon jelentős a meghatalmazások megszerzése miatti többlet szavazati joguk. Annak ellenére tehát, hogy a bankok tulajdoni hányada az alapszabályokban általában korlátozott (öt-tíz százalék), a meghatalmazások megszerzésével a vállalatok közgyűlésein a szavazati jogok nyolcvan százalékát birtokolják.

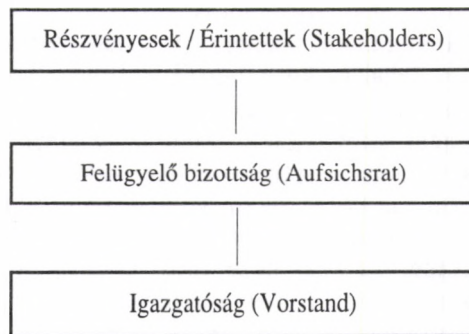
Szintén a bankok nagy hatalmát húzza alá a társaságirányításban a következő táblázat, mely néhány német nagyvállalat közgyűlésein a bankok által gyakorolt szavazati jogok mértékét és megoszlását mutatja.

Szavazati jogok megoszlása az 1992. évi, német nagyvállalati közgyűléseken<sup>42</sup>

	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerz Bank	Bankok összesen
Hoechst	9,0	32,8	27,7	98,5
Mannesmann	15,9	18,8	4,1	98,1
Siemens	17,6	12,4	4,5	95,5
BASF	18,6	17,6	4,2	94,7
Bayer	19,0	17,9	4,8	91,3
Volkswagen	5,9	6,7	2,4	44,1

A környezet áttekintése után nézzük meg a kétszintű rendszer struktúráját a következő ábrán.

A felügyelő bizottság (Aufsichsrat) és az igazgatóság (Vorstand) helye a részvénytársaságban a német rendszerben<sup>43</sup>



Az ábrán látható, hogy az irányításnak két intézményesen elkülönülő szerve van: a felügyelőbizottság (Aufsichsrat) és az igazgatóság (Vorstand). A két testület közül a felügyelő bizottságnak van fölérendelt helyzete, elsősorban amiatt,



hogy egyik legfőbb feladata az igazgatóság megválasztása és visszahívása. A német rendszerben a másik testület, az igazgatóság, jelentős szabadságfokkal rendelkező, valódi döntéshozó szerv, mely operatív szinten irányítja a vállalatot, és tevékenységével a felügyelő bizottság felé számol el.

A két testület személyi összetételére az jellemző, hogy a nem végrehajtó (külső vagy kontroll) igazgatók ülnek a felügyelő bizottságban, míg a végrehajtó (belső) igazgatók helye az igazgatóságban van. Az igazgatók két csoportja tehát, akik az angolszász rendszerben egy testületben ülnek, itt intézményesen elkülönülnek egymástól.<sup>44</sup> Mivel a német rendszerben az igazgatóság maga az ügyvezetés (csupa végrehajtó igazgatóból áll), ezért a szakirodalom általában az angolszász board-ot a német felügyelő bizottsághoz hasonlítja. Ennek megfelelően a német igazgatóság (Vorstand) inkább az angolszász végrehajtó bizottságnak (executive committee, a boardnak egy csak belső tagokból álló szerve), illetve magának az ügyvezetésnek felel meg.

A német felügyelő bizottság általában negyedévente egyszer ül össze. Személyi összetételére az jellemző, hogy a német társasági törvény a dolgozók létszámától függően a felügyelő bizottsági helyek harmadát-felét a magántulajdon társadalmi elkötelezettségének jegyében a munkavállalók számára tartja fenn. A nagyobb német vállalatok (2000 alkalmazott felett) felügyelő bizottságának személyi összetételére tehát általában az jellemző, hogy a helyek felét a munkavállalók foglalják el, harmadát a részvényesek képviselői, míg a maradékot az intézményi érdekeltek.<sup>45</sup>

Az igazgatóság a német rendszerben kisebb cég esetén akár egy főből is állhat. Nagyobb vállalatoknál a tagok számát az alapszabály határozza meg. Feladatai közé tartozik a társaság képviselete, valamint az üzletvezetés. Beszámolási kötelezettséggel tartozik a felügyelő bizottságnak.

A belsőkre alapozott rendszernek is nevezett német példa kritikájaként szokták megemlíteni a túlzott hatalomkoncentráció, az összefonódások, a korrupció, a „kéz kezét mos“ elv érvényesülésének veszélyét. Ennek jótékony és természetes ellenszere az éles termékpiacon verseny, mely paradox módon ebbe a belsőkre alapozott rendszerbe is bevisz külső irányultságot.<sup>46</sup>

\*\*\*

Összehasonlítva a két rendszer sajátosságait megállapíthatjuk, hogy alapvetően három dimenzió mentén különbözik a két modell egymástól,

és ez nem csupán a társaságirányítás rendszerét érinti, hanem meghatározója az egész gazdasági és kulturális környezetnek is.

Az első dimenzió a tulajdon: az angolszász országokban a tulajdon széles körben terül szét, míg a német modellben a tulajdon koncentrálna van. A második dimenzió a piacgazdasági rendszer: az angolszász példában a piacgazdaság magánérdeken alapuló, individualista, míg a német modell központba helyezi a kollektív érdekeket, és ezen alapul a szociális elemekkel gazdagon tarkított piacgazdasági rendszerük. A vállalati ellenőrzés a harmadik dimenzió, amit esetünkben érdemes bevonni az összehasonlításba: az angolszász rendszerben az irányítás külső eszközei dominálnak, míg a német példa a belső eszközöket helyezi előtérbe.

Az angolszász gyakorlat előnyei közé tartozik, hogy a tőke valóban likvid, a vállalatok internacionalizációjához, azaz a nemzetközi szerepléshez kedvezőek a körülmények, valamint igen erős a piaci orientáció is. A rendszer hátránya, hogy a gyorsan változó környezet instabilitást okozhat, rövid távú szemlélet uralkodik, valamint a társaságok részvényesei nem valódi tulajdonosok, csupán minél nagyobb hozamra áhítozó befektetők. A boardok korábban tárgyalt gyengeségei miatt a társaságirányítás jelenlegi rendszere nem közvetlen, s így kevésbé hatékony.

A német modell előnye, hogy lehetőséget ad hosszú távú stratégia kidolgozására, a tőke rendkívül stabil, a részvényes pedig valódi tulajdonos, akinek a profit nem öncél, csupán eszköz a versenyben maradáshoz. A társaságirányítási mechanizmusok közvetlenek és hatékonyak. A termékpiacon verseny pedig külső irányultságot is ad a vállalati ellenőrzésnek. A rendszer hátránya, hogy hatalomkoncentrációhoz és korrupcióhoz vezethet, az internacionalizáció nehezebb a vállalatok számára, valamint monopóliumok és belépési korlátok esetén a piac mint külső irányultságú ellenőrzési mechanizmus nem hatékony.

#### Irodalomjegyzék

- Baums, Theodor: Corporate Governance in Germany. The Role of the Banks. *The American Journal of Comparative Law* 1992/40.
- Baums, Theodor: Takeovers vs Institutions in Corporate Governance in Germany. *The Oxford Law Colloquium*, 1992
- Cadbury, A.: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance Burgess Science Press, 1993
- A Cadbury Bizottság jelentése, A követendő gyakorlat alapelvei. Londoni Értéktőzsde Pénzügyi Beszámolóik Tanácsa 1991. május



- Charkham, Jonathan*: Keeping Good Company: Egy német igazgatótanács eljárási szabályai. Clarendon Press Oxford 1994
- Charkham, Jonathan*: Testületi eljárások és a vezetési magatartás. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban, KJK 1995
- Corporate Governance, In: Business Environment and Public Policy. Prentice Hall 1989
- Crystal, Graef S.*: In Search of Excess. Norton 1991
- Eisenhardt M. Kathleen*: Agency Theory: An assessment and Review. Academy of Management Review 1989/14., p. 57-74.
- A General Motors Igazgatótanácsának irányelvei a kiemelt vállalatirányítási kérdésekkel kapcsolatban. 1994. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
- Guidelines for Corporate Directors in Canada, Recommendations and Guidance on Boardroom Practice. Institute of Corporate Directors in Canada, 1987
- Hessel, Marék*: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselő útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
- Hirschman O. Albert*: Kivonulás, tiltakozás, hűség: Hogyan reagálnak vállalatok, szervezetek és államok hanyatlására az érintettek? Osiris Kiadó 1995
- Lester B. Korn, Richard M. Ferry*: Board of Directors Annual Study 1979. In: Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
- Lester, B. Korn, Richard M. Ferry*: Board of Directors 13th Annual Study, New York 1986, In: Stockholder Interest and Corporate Governance; Business, Government and Society. Random House 1980
- Lorsch, Jay W.*: Pawns and Potentates. Harvard Business School Press, 1989
- Lorsch, Jay W., Sailer James E.*: Igazgatótanácsok és vállalati stratégia, In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban, KJK 1995.
- Lorsch, Jay W., Sailer James E.*: Igazgatótanácsok és a vállalati teljesítmény. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
- Mayer, Colin*: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban, KJK 1995
- Oxford Analytica*: Board of Directors and Corporate Governance. 1992
- Peters-Waterman*: A siker nyomában. KJK 1986
- Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
- Rethinking the Company, Edited by Thomas Clarke and Elaine Monkhouse, Financial Times, Pitman Publishing 1994. March
- Sárközy Tamás*: A részvénytársaságok vezetése. Szellős szabályok. Figyelő 1994. március 17.
- Sárközy Tamás*: Igazgatóságok és Felügyelő bizottságok, Rendszerváltás a nagyvállalati vezetésben. Figyelő 1992. július 30.
- Sheridan, Thomas, Kendall, Nigel*: Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
- Stockholder Interest and Corporate Governance. In: Business and Society. McGraw-Hill
- The Business Roundtable: The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Held Corporation. The Business Roundtable, 1978. New York
- The role and duties of directors, Institute of Directors, 1991. In: Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
- Vállalatirányítási munkacsoport: A tulajdonosok és igazgatók új szerződése. Harvard Business Review 1991. augusztus

#### Lábjegyzet

- 1 Jelen tanulmány az 1996. májusában elkészült hasonló című szakdolgozat rövidített és átdolgozott változata.
- 2 Oxford Analytica: Board of Directors and Corporate Governance, 1992
- 3 Thomas Sheridan, Nigel Kendall. Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
- 4 Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
- 5 A tulajdon és az irányítás, ellenőrzés elválásánál látható az, hogy a társaságirányítási probléma alapvetően angolszász orientációjú. Lásd még: Az angolszász példa.
- 6 Eisenhardt M. Kathleen: Agency Theory: An assessment and Review. Academy of Management Review 1989/14., p. 57-74.
- 7 Mayer, Colin: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK, 1995
- 8 Emiatt alakult ki a bankok klasszikusan konzervatív, biztonságra törekvő hozzáállása a hitelkihelyezésekkel kapcsolatban. Nagyobb kockázatukat ellensúlyozza, hogy a tartozások kiegyenlítésének sorrendjénél megelőzik a részvényeseket.
- 9 Kétségtelen azonban, hogy a kapcsolatrendszer másik két aspektusa (részvényesek és igazgatóság, valamint az igazgatóság és a menedzsment) sem mentes az ügynökprobléma elemeitől.
- 10 Hessel, Marék: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselő útján valamint Mayer, Colin: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
- 11 Albert O. Hirschman: Kivonulás, tiltakozás, hűség: Hogyan reagálnak vállalatok, szervezetek és államok hanyatlására az érintettek? Osiris Kiadó 1995
- 12 Eisenhardt M. Kathleen: Agency Theory: An assessment and Review. Academy of Management Review 1989/14., p. 57-74.
- 13 Nem megfelelően arról, hogy vannak különbségek a két országon belül is, például az intézményi befektetők (nyugdíjalapok vs. befektetési alapok) tekintetében.
- 14 Traditional model: Corporate Governance. In: Business Environment and Public Policy. Prentice Hall, 1989
- 15 Mayer, Colin?: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban KJK 1995
- 16 Egységes testületi rendszer: Guidelines for Corporate Directors in Canada, Recommendations and Guidance



- on Boardroom Practice. Institute of Corporate Directors in Canada, 1987.; Ennek az elnevezésnek csupán egy másik változata a kettős rendszer, mely az egységes igazgatóság mellé számolja a közgyűlést is mint a társaságirányítás egyik fórumát: Sárközy Tamás: Igazgatóságok és Felügyelő bizottságok, Rendszerváltás a nagyvállalati vezetésben. Figyelő 1992. július 30.
- 17 Ezzel a kifejezéssel találkozunk a következő két forrásanyagban: Rethinking the Company, edited by Thomas Clarke and Elaine Monkhouse, Financial Times, Pitman Publishing 1994 March és Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
  - 18 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 19 Visszautalva a megbízó-ügynök probléma tárgyalására látható, hogy ez az elméleti megközelítés tipikusan angolszász jellegű.
  - 20 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 21 Sárközy Tamás: Igazgatóságok és Felügyelő Bizottságok, Rendszerváltás a nagyvállalati vezetésben. Figyelő 1992. július 30.
  - 22 Lester B. Korn, Richard M. Ferry: Board of Directors Annual Study 1979. In: Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
  - 23 Idézi Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
  - 24 Marek Hessel: igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk. Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 25 Lester B. Korn, Richard M. Ferry: Board of Directors Annual Study 1979. In: Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
  - 26 Lester B. Korn, Richard M. Ferry: Board of Directors 13th Annual Study 1986. In: Stockholder Interest and Corporate Governance. In: Business and Society. McGraw-Hill
  - 27 Idézi: Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance, Financial Times, Pitman Publishing 1992
  - 28 Cadbury, A.: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Burgess Science Press, 1993
  - 29 The Business Roundtable: The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Held Corporation, The Business Roundtable, 1978 New York, In: Corporate Governanc. In: Business Environment and Public Policy. Prentice Hall 1989
  - 30 The role and duties of directors. Institute of Directors, 1991. In: Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance. Financial Times, Pitman Publishing 1992
  - 31 Harold Williams, az amerikai értékpapírfelügyelet elnökének 1978-ban megfogalmazott kritériumai. In: Reforming Corporate Governance, Business, Government, and Society. Random House 1980
  - 32 Thomas Sheridan, Nigel Kendall: Corporate Governance, Financial Times. Pitman Publishing 1992
  - 33 A japán rendszer is inkább ebbe a csoportba sorolható, elismerve a különbözőségeit a német példához képest.
  - 34 Co-Determination Model: Corporate Governance. In: Business Environment and Public Policy. Prentice Hall 1989
  - 35 Belsőkre alapozott rendszer: Mayer, Colin: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 36 Kétszintű rendszer: Guidelines for Corporate Directors in Canada, Recommendations and Guidance on Boardroom Practice. Institute of Corporate Directors in Canada, 1987; Ennek az elnevezésnek csupán egy másik változata a hármas rendszer, mely a két szint mellé számolja a közgyűlést is, mint a társaságirányítás egyik fórumát: Sárközy Tamás: Igazgatóságok és Felügyelő bizottságok, rendszerváltás a nagyvállalati vezetésben. Figyelő 1992. július 30.
  - 37 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 38 A hitelező bankok legtöbbször tulajdonosok is a német rendszerben. A bankok hatalmáról a továbbiakban még lesz szó.
  - 39 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 40 Rethinking the Company, edited by Thomas Clarke and Elaine Monkhouse. Financial Times, Pitman Publishing 1994. March
  - 41 Ezt a rendkívüli magas mértéket két forrás is alátámasztja: Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995. valamint Baums, T: Takeovers vs Institutions in Corporate Governance in Germany. The Oxford Law Colloquium, 1992. In: Rethinking the Company, edited by Thomas Clarke and Elaine Monkhouse, Financial Times, Pitman Publishing 1994. March
  - 42 Baums, Theodor: Corporate Governance in Germany. The Role of the Banks, The American Journal of Comparative Law 1992/40. In: Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 43 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 44 Sárközy Tamás: A részvénytársaságok vezetése. Szelőss szabályok. Figyelő 1994. március 17.
  - 45 Marek Hessel: Igazgatótanácsok: Ellenőrzés képviselet útján. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995
  - 46 Mayer, Colin: Vállalatirányítás a piac- és átmeneti gazdaságokban. In: Jó igazgatókat keresünk; Az igazgatótanács a piac- és az átmeneti gazdaságokban. KJK 1995