

BENTON E. GUP<sup>1</sup>

# Vállalatirányítás (corporate governance) bankok esetében: Számít-e az igazgatóság struktúrája?<sup>2</sup>

## BEVEZETŐ

Napjainkban két jelentős trend érezteti hatását a bankszektorban. Egyrészt a globalizáció diktálta irányvonal, másrészt pedig a vállalatirányítás hatékonyságának javítására irányuló, növekvő igény – ráadásul e két irányzat egyértelműen összefonódik. A globalizáció kifejezés itt a vállalatoknak a határokon átnyúló működésére és tulajdonlására utal, általános értelemben és a bankok partikuláris szemszögéből is. Tekintettel arra, hogy a bankok definíciói, engedélyezett tevékenységei, valamint tulajdonosi szerkezete a világ különböző pontjain más-más képet mutat, a globalizáció erősödése bonyolult kérdéseket vet fel a bankok felelős irányítását illetően<sup>3</sup>. Amúgy mindenki egyetért abban, hogy a vállalatirányítás fontos. De mit is jelent ez egyáltalán? Talán azt, hogy a vállalat igazgatóságának szervezeti felépítésére kell összpontosítanunk, vagy azt, hogy a jó vezetés a lényeges, esetleg mindkettőt, netán további kérdéseket is figyelembe kell vennünk? A vállalatirányítás kérdése komoly fejtörést okoz, hiszen világszerte eltérő szervezeti struktúrák léteznek, és minden országban találunk példát felelős és „felelőtlen” vállalatirányításra egyaránt.

## 1. A VÁLLALATIRÁNYÍTÁS DEFINÍCIÓI

### *Az anglo-amerikai modell*

*Shleifer* és *Vishny* a vállalatirányításról készített nemzetközi felmérésében [1997] azt állítja, hogy a vállalatirányítás „azokkal a módszerekkel foglalkozik, amelyek segítségével a vállalatok finanszírozásában érintett résztvevők a befektetéseik megtérülését biztosítják”. Érvelésük szerint a vállalatirányítás elsősorban a tulajdonosok és a kontrollt

1 A szerző szeretne köszönetet mondani a következő személyeknek hasznos javaslataikért és észrevételeikért: Oliver Fabel, Konstanzi Egyetem, Németország; Rowan Trayler, University of Technology, Sydney (UTS), Ausztrália; J. Acker Rogers, a First Southern Bancshares igazgatóságának elnöke, a First Southern Bank és a Rogers, Carlton & Associates, Inc. (Florence, Alabama) résztulajdonosa; Robert „Bob” Walker, Baker Donelson, Bearman, Caldwell & Berkowitz Privy Councillor (Memphis, Tennessee). A hibákért én vagyok felelős.

2 A cikket Csányi Szilvia fordította.

3 E kérdésről l. bővebben: BARTH–CAPRIO–NOLLE [2004]; MACEY–O’HARA [2003].

gyakorlók között, a vállalat fő képviseleti jogát illetően felmerülő problémákkal kapcsolatos. Másképpen megfogalmazva, a részvényesek és a vezetőség különválasztásából eredő gondokkal foglalkozik. A vállalatirányítás ezen anglo-amerikai vagy „részvényesi modellje” az Egyesült Államokban, Angliában és néhány más országban is elfogadott.

**A vállalatirányítás OECD<sup>4</sup> szerinti definíciója:** A testület a vállalatirányítás definícióját illetően nemzetközi perspektívával szolgál. Az *OECD vállalatirányítási alapelveiben* [2004] kimondja, hogy „a vállalatirányítás a cég vezetősége, igazgatósága, részvényesei és egyéb résztulajdonosai között fennálló különböző kapcsolatokat foglalja magában. A vállalatirányítás biztosítja továbbá a vállalat célkitűzéseinek megállapítására, valamint a célkitűzések elérésére és a teljesítmény figyelemmel kísérésére irányuló eszközök meghatározásának alapjául szolgáló struktúrát is.”

**A vállalatirányítás FDIC<sup>5</sup> szerinti definíciója:** A bank szabályozói létfontosságú szerepet játszanak a bankok vállalatirányításában. E tekintetben az FDIC nézete a vállalatirányításról eltér Shleifer–Vishny [1997], illetve az OECD definíciójától. Az FDIC szerint „a vállalatirányítást általánosságban a szervezeti ügyek irányítási folyamatként vagy az elszámoltathatóság biztosítékeként definiálhatjuk. Számos tevékenységet magába foglalhat, mint például az üzleti stratégiák és célkitűzések kijelölését, a kockázattűrő képesség meghatározását, a vállalati kultúra és értékek megteremtését, a belső politikák kidolgozását és a teljesítmény figyelemmel kísérését. A vállalat tisztességes és átlátható működése, csakúgy, mint az elszámoltathatóság, a vállalatirányítás céljának tekinthető. Egyesek szerint a vállalatirányítás egyszerűen nem jelent mást, mint az igazgatóság aktívabb részvételét a vállalat operatív irányításában, míg mások a vállalati „demokráciát” vagy a részvényesek szélesebb körű bevonását hangsúlyozzák.”<sup>6</sup>

### *A francia-német modell*

A vállalatirányítás francia-német modellje a részvényesek és egyéb érdekeltek (résztulajdonosok, menedzsment), illetve az alkalmazottak érdekeit is magában foglalja.<sup>7</sup> Például Franciaországban 2006-ban a fiatal munkások körében a kezdő munkavállalók szerződésére vonatkozó, ellentmondásos munkaügyi törvényjavaslat miatt lázadás tört ki. Ez a törvényjavaslat ugyanis a munkáltatónak megkönnyítette volna a 26 évesnél fiatalabb dolgozók mindennemű indoklás vagy felmondási idő nélküli elbocsátását a foglalkoztatás első két évében. Ez a szociális ügy azért kapcsolódik a vállalatirányítás-

4 Az OECD (Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet) kormányközi testület, amelynek célja a gazdasági fejlődést szolgáló, megbízható gyakorlatok terjesztése.

5 Szövetségi Betétbiztosítási Alap.

6 BASINGER, ROBERT, E., DANIEL F. BENTON, MARY L. GARNER, LYNNE S. MONTGOMERY, NATHAN H. POWELL: Implications of the Sarbanes-Oxley Act for Public Companies in the U.S. Banking Industry (A Sarbanes-Oxley törvény hatásai az Egyesült Államok bankszektorának állami vállalataira), FDIC Outlook, 2005. ősz.

7 MACEY, JONATHAN R. és MAUREEN O'HARA: The Corporate Governance of Banks (Bankok vállalatirányítása), Economic Policy Review, New York-i Szövetségi Jegybank, 2003. április, 91–107. o. Az ipari hitelcégekről bővebben I. United States Government Accountability Office, Industrial Loan Corporations: Recent Asset Growth and Commercial Interest Highlight Differences in Regulatory Authority (Az Egyesült Államok Kormányzati Elszámolási Hivatala, Ipari hitelcégek: A közelmúltban bekövetkezett vagyonnövekedés és kereskedelmi érdeklődés rávilágít a szabályozó hatóságnál fennálló különbségekre), GAO-05-621, 2005. szeptember.

hoz, mert a munkások képviselői számos európai igazgatóság tagjai, így érdekelletét áll fenn, amennyiben a vezetőség változtatni akar a munkaerő létszámán. A világ másik felén, Japánban a tartós/egész életen át tartó foglalkoztatás nagy szerepet játszik a gazdaságban és a vállalatirányításban.

A Németországban és Japánban elterjedt francia-német modell szerint a bankok erős tőkepozícióval rendelkeznek a nem bankként működő vállalkozásokban, és fordítva. *Craig* [2004] szerint gyakorlatilag minden európai országban magasabb a tulajdonosi koncentráció, mint az USA-ban, és számos nagy európai cég található családi tulajdonban, vagy áll egyetlen részvényes irányítása alatt. Ehhez hasonlóan, nagy japán bankok szolgálnak „fő bankként” az úgynevezett keirecu szerveződésekben, amelyek bankokból, biztosítótársaságokból, kereskedelmi vállalatokból, illetve gyártó- és marketingcégekből álló vállalatcsoportok. A keirecuba tömörülő cégek egymással a részvények kereszttulajdonlása által állnak kapcsolatban. A részvények kereszttulajdonlását a kereskedelmi törvény 280. cikkelye tette lehetővé azért, hogy megakadályozza a külföldi vállalatok által végrehajtott ellenséges átvételt, és segítse a részvények „baráti kézben” tartását. Ezen kívül *Morck* és *Nakamura* [1999] olyan „vezetőségi lövészárókként” írja le a keirecukat, amelyek lehetővé teszik, hogy a bankok „feltámasszák” a csoport gyenge vállalatait.

E megoldások miatt Németországban és Japánban magasabb koncentrációt mutat a nagy bankok tulajdonosi szerepe, mint az Egyesült Államokban. Ennek egyik oka a banki tevékenységek és az üzleti élet régóta fennálló szétválásztása. Az Egyesült Államokban a bankholding cégtörvény tiltja, hogy a bankholdingok öt százaléknál magasabb részesedéssel rendelkezzenek nem banki cégekben. A Gramm–Leach–Bliley törvény pedig a „banki szolgáltatásokhoz szorosan kötődő” tevékenységekre korlátozza a bankholding cégek működését. Ennek ellenére a pénzügyi holdingok folytathatnak banki szolgáltatásokat kiegészítő vagy pótló tevékenységeket. Ugyanilyen fontos, hogy a nem bankként működő vállalatok nem rendelkezhetnek tulajdonrészrel bankokban.<sup>8</sup> Mindazonáltal léteznek társulások bankok és más vállalatok között. Az úgynevezett „ágazati hiteltársaságok” (industrial loan companies, ILC) olyan vállalatok tulajdonában vannak, mint például a GE Capital Financial, American Express és a Volkswagen.<sup>9</sup> Az ILC-k jogköre nagyon sokban egyezik a bankokéval, és betéteiket ugyanúgy az FDIC biztosítja. 2004 decemberében 57 ILC létezett 140 milliárd dollárnyi vagyonnal. Ezek többségét Kalifornia, Nevada és Utah államokban jegyezték be.

8 Az 1999-es Gramm–Leach–Bliley törvény (P. L. 106–102, 113 STAT 1338) tiltja a kereskedelmi cégek és egyedi takarékszövetkezeti intézetek közötti társulást és felvásárlást. A már létező intézetek ezalól kivételt képeznek.

9 BLAIR, CHRISTINE E.: The Mixing of Banking and Commerce: Current Policy Issues (Banki szolgáltatások és kereskedelem keveredése: aktuális politikai kérdések), FDIC Banking Review, 16. évf., 4. sz., 2004. A Gramm–Leach–Bliley törvény további korlátozásokat vezetett be a bankok és az üzleti vállalatok keveredésére vonatkozóan, mivel megszüntette a kereskedelmi cégek takarékszövetkezet felvásárlási lehetőségét. Ennek ellenére néhány céget mégis egyesítettek. (Blair [2004]).

### *Egyetlen modell nem felelhet meg mindenkinek*

Shleifer és Vishny [1997] kimutatta, hogy a sikeresen működő vállalatirányítási rendszerek (például az Egyesült Államokban, Németországban és Japánban) az egyes befektetők jogi védelmét a nagybefektetőknek biztosított, kiemelt szereppel kombinálják. Azt is megfigyelték, hogy a világszerte alkalmazott legtöbb vállalatirányítási rendszer – beleértve a nagy holdingokat, testre szabott bankszolgáltatásokat és vállalatátvételeket – tökéletes példája annak, hogy a nagybefektetők befolyása a vállalatirányítás kontrollmechanizmusaként működik.

Azt is fontos felismerni, hogy az állami szektor bankjait más vállalatirányítási rendszer és más megfontolások vezérlik, mint a magánszektorbeli pénzüzeteket. Az állami bankok gyakran nyújtanak a gazdaság meghatározott szektorai számára államilag támogatott hiteleket. Például a Banco de la Republica Oriental del Uruguay (BROU) és a Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) a gazdasági válság idején Uruguayban államilag támogatott hitelkamatokat biztosított az agrár- és építőipari szektor számára. Az állami szektor bankjai számos fejlődő országban is megtalálhatók, többek között Kínában, Indiában és Dél-Afrikában. Ezek a bankok valószínűleg továbbra is fennmaradnak majd, de ennek hátterében inkább politikai, mint gazdasági okok állnak. Ebből következően, nem a profit foglalkoztatja őket a legjobban.<sup>10</sup> Tehát egyértelmű, hogy egyetlen vállalatirányítási modell nem felelhet meg minden felhasználónak.

Ugyanezt az álláspontot képviseli az OECD kormányközi testület, amely 30 tagállamot és körülbelül hetven további, a demokrácia és a piacgazdaság irányában elkötelezett országot szervez szövetségbe. Az *OECD vállalatirányítási alapelvei* [2004] ki mondják: „Nem létezik egyetlen hatékony vállalatirányítási modell.” Az OECD pedig az eltérő nemzeti modellek miatt nem támogat egyetlen meghatározott igazgatási struktúrát sem. Az OECD szerint „*e terület jogszabályainak, szabályozásának, önszabályozásának, önként elfogadott sztenderdjeinek, stb. kombinációja országról országra eltérő*”.

Ezzel a bankokat szabályozó testületek is tisztában vannak. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság [2005] felismerte, hogy „az igazgatóság és a felső vezetés funkcióit illetően a különböző országokban alkalmazott jogszabályi és szabályozási keretek között jelentős eltérések mutatkoznak. Az igazgatóság szerepét egyes esetekben egy felügyelő bizottságként ismert szervezet tölti be. Ez azt jelenti, hogy az igazgatóság nem rendelkezik végrehajtó funkciókkal. Ezzel szemben más országokban az igazgatóságnak nagyobb a vezetői hatásköre.” Másképpen megfogalmazva, az Egyesült Államokban, az Egyesült Királyságban, Ausztráliában és legalább 37 további országban *egyetlen igazgatóságból* álló rendszer működik.<sup>11</sup> Más országokban különválasztják a vezetőséget és a *felügyelő bizottságot* (például Németországban, Kínában és Spanyolországban). Végül Franciaországban, Svájcban, Finnországban és Bulgáriában a *vegyes igazgatósági* struktúra jellemző, ami azt jelenti, hogy a cégek választhatnak az egyetlen igazgatósággal vagy felügyelő bizottsági ellenőrzéssel működő irányítás között.

<sup>10</sup> CAPRIO, FIECHTER, LITAN és POMERLEANO [2004].

<sup>11</sup> ADAMS, RENÉE B. és DANIEL FERREIRA: A Theory of Friendly Boards (A barátságos igazgatóságok elmélete), European Corporate Governance Institute (ecgi), Finance Working Paper 100/2005 sz., 2005. október

*Fanto [2006] az Egyesült Államokban működő bankszabályozó testületeket „pater-nalistaként” jellemzi. Szerinte „a bankokat szabályozó testületek megszűrik az új bankok vezető- és igazgatójelöltjeit, és amennyiben e személyek közül néhányat, vagy a személyek egyikét sem találják megfelelőnek, akár a működés megkezdését is megtilthatják. A bank-tisztviselők és bankigazgatók számára eljárási rendet szabnak meg, majd rendszeres vizsgálato-kkal figyelemmel kísérik őket és teljesítményüket. Ezen felül a bankokat felügyelő szerve-zetek tekintélyes hivatalos és nem hivatalos jogérvényesítési hatáskörrel rendelkeznek; a vezetőket és igazgatókat ideiglenesen vagy tartósan akár el is távolíthatják a pénzügyi től, illetve a teljes bankszektorból.” Nemzetközi szinten ennél messzebbre is mehetnek. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság „Hatékony bankfelügyeleti alapelvei” [2006] kimond-ják, hogy a bankfelügyelők hatásköre kiterjed „a jelentős tulajdonrész vagy többségi tőke-részesedés átruházására irányuló bármely ajánlat felülvizsgálatára és elutasítására... (és) ...a jelentős felvásárlások és befektetések felülbírálatára...”*

## 2. A VÁLLALATIRÁNYÍTÁS CÉLJAI

A megfigyelésekből, amelyek szerint egy vállalatirányítási modell nem felelhet meg minden felhasználónak, az is következik, hogy e téren is nemzetközi eltérések mutatkoznak, és a vállalatirányításnak több célja is lehet. E célok közé tartoznak többek között az alábbiak:

- a részvényesek érdekeinek védelme,
- az egyéb érdekelték érdekeinek védelme,
- a lakosság érdekeinek védelme a bankrendszerben,
- a banki/kormányzati szabályozás követelményeinek teljesítése.

Mivel a befektetők, szabályozó testületek és egyéb érdekelték céljai eltérőek, sikerük vagy kudarcuk különféleképpen mérhető. Egyes mérések kötődhetnek a vállalatirányítás struktúráját befolyásoló jogszabályokhoz vagy rendelkezésekhez. Erre a legutóbbi példa a 2002-es amerikai Sarbanes–Oxley törvény (SOX). E jogszabályt az Enron, Tyco és Worldcom összeomlását követően, a részvényesek érdekeinek védelmére léptették hatályba. A szövetségi törvényeken kívül önszabályozó szervezetek (mint például a New York-i Értéktőzsde, Amerikai Értéktőzsde, NASDAQ) is megfogalmazzanak szabályokat a jegyzett vállalatok felelős irányítására vonatkozóan.<sup>12</sup>

Az intézkedések többek között az alábbi kérdésekre irányulnak:

1. a működés eredményessége és hatékonysága;
2. a pénzügyi jelentések megbízhatósága;
3. a jogszabályok és rendelkezések betartása;
4. a befektetések megtérülése;
5. az egyéb érdekelték céljainak elérése.

Az első három témakör szerepel a Committee on Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) *Internal Control-Integrated Framework* (Belső beépített

12 Bővebb információért l. [www.nyse.com](http://www.nyse.com); [www.amex.com](http://www.amex.com) és [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com).

kontroll keretrendszer) [1992] című jelentésében. Ezek szolgálnak továbbá az 1991-ben hatályba léptetett Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) (Szövetségi Betétbiztosító Társaság fejlesztési törvénye) alapjául is. A törvény 112. paragrafusa megköveteli a vezetőségtől, hogy évente jelentést készítsen a belső kontrollok színvonaláról. Az FDICIA a jelentés külső ellenőrzését is kötelezővé teszi.<sup>13</sup>

A befektetők általában a befektetésük megtérülésében érdekeltek (l. 4. pont), de a hozam mértéke országonként változó. Például a 18 ország 322 intézményi befektetőjéről készített 2006 ISS Global Institutional Investors Study (2006 ISS Globális intézményi befektetőkről szóló tanulmány) kimutatta, hogy Japánban a 25 megkérdezett intézményi befektető 80%-a magasabb befektetés-megtérülést tekintette a vállalatirányítással járó legfőbb előnynek, míg ez az arány Kínában 7% volt.<sup>14</sup> Kínában a 30 intézményi befektető 80%-a a javuló kockázatkezelést nevezte meg a legfontosabb előnyként. Végül az egyéb érdekelteknek is vannak érdekeik (l. 5. pont). A munkavállalókat például a folyamatos foglalkoztatás, bérek és juttatások érdeklik. Ehhez hasonlóan, a banki szolgáltatásokat igénybe vevő közösségeket az foglalkoztatja, hogy a bankok miként elégítik ki hitelszükségeiket (Community Reinvestment Act; közösségi újrabefektetési törvény).

### ***Mit mutatnak a tudományos kutatások?***

A vállalatirányítással és a részvényesek érdekeivel foglalkozó tudományos kutatások vegyes eredményekre jutottak az alkalmazott módszertantól, adatoktól, definícióktól és időszakoktól függően, illetve aszerint, hogy a kutató mit próbált bebizonyítani. Ezt a kiválasztott vállalatirányítási témákra irányuló legfrissebb kutatások azonnal tükrözik. Nem célunk a szakirodalom kiterjedt áttekintése, csupán két kitzűzött kérdéskör – a részvényhozam, illetve az igazgatóság összetétele és struktúrája – rövid ismertetésével szolgálunk.

**Részvényhozam:** ez az első témakörünk. *Gompers, Ishii és Metrick* [2003] az 1990–1999-es időszak adatait vizsgálva megállapította, hogy azoknál a cégeknél, ahol a részvényesek erős jogi pozícióban vannak, 8,5%-kal magasabb a kockázattal kiigazított megtérülés, mint azoknál a vállalatoknál, ahol a részvényesek gyenge jogokkal bírnak. *Cremers és Nair* [2005] arra a megállapításra jutott, hogy a belső és külső vállalatirányítási mechanizmusok kiegészítik egymást, és összefüggésben állnak a hosszú távú abnormális hozammal. *Aggarwal és Williamson* [2006] szerint az új vállalatirányítási szabályozáshoz magasabb részvényérték társul, de azt is kimutatta, hogy a piac már eleve

13 Az FDICIA 112-ről és a belső ellenőrzésekről bővebben lásd Bies (2003. május 7.) és a Board of Governors of the Federal Reserve System, Supervisory Letter, SR 93-9., Distribution of Reports of Examination and Other Information to Independent Auditors (Vizsgálati jelentések és egyéb információk független könyvvizsgálók elé terjesztéséről), 1993. március 2.; Supervisory Letter, SR 94-3., Supervisory Guidance on the Implementation of Section 112 of the FDIC Improvement Act, (Az FDIC fejlesztési törvény 112. paragrafusának végrehajtására vonatkozó felügyeleti útmutató), 1994. január 13.

14 Az ISS jelentése: Institutional Shareholder Services (intézményi részvényesi szolgáltatások), amely a meghatalmazás útján történő szavazás és a vállalatirányítás terén nyújt szolgáltatásokat. <http://www.issproxy.com/index.jsp>

jutalmazza azokat a cégeket, amelyeknél hatékonyabb vállalatirányítás érvényesül. *Core, Guay és Rusticus* [2006] nem támasztotta alá azt a feltételezést, hogy a gyenge irányítás kisebb részvényhozamot eredményezne. Ezek a tanulmányok tágabb értelemben azt vizsgálták, hogy az erős vállalatirányítás hatással van-e a részvények hozamára, a válasz pedig: igen is, meg nem is.

**Az igazgatóság összetétele és struktúrája:** ez a második vizsgált témakör. *Fama és Jensen* [1983] érvelése szerint jó, ha a vállalatot külső igazgatók irányítják. Ezzel szemben *Klein* [1998] csekély összefüggést talált az igazgatóság általános összetétele és a stabil teljesítmény között, de kapcsolatot fedezett fel a bizottságok felépítése és teljesítménye között. Ha a pénzügyi és befektetési bizottságokban növelték a belső igazgatók létszámát, ehhez magasabb részvényhozam társult. *Hermalin és Weisbach* [2003] feltárta, hogy az igazgatóság összetétele nem jelzi előre a teljesítményt, de a testület mérete és a teljesítmény között negatív összefüggést talált. *Fich és Shivdasani* [2006] kimutatta, hogy az elfoglalt igazgatótanácsok – amelyekben a több pozíciót betöltő, külső igazgatók vannak többségben – gyenge vállalatirányítást eredményeznek. *Ferris, Jagannathan és Pritchard* [2003] viszont azt állítja, hogy nincs korreláció a cégvezetők által betöltött több pozíció és az alacsonyabb cégérték között. Tehát az igazgatóság mérete, összetétele és struktúrája jó és rossz is lehet, attól függően, hogy mit keresünk.

### ***A vállalatirányítás a vezetők szemszögéből***

*Murray* [2006] szerint „Sok vezető szemében a »vállalatirányítás« nyűg, vagy annál is rosszabb. Csökkenti hatáskörüket, miközben az igazgatósági tagok, részvényesek és a cég ügyeibe beleszólási jogot követelő, különféle külső szereplők befolyását növeli.”

A PricewaterhouseCooper (PWC) és az Economic Intelligence Unit (EUI) 2004-es, világszerte több mint 207 pénzügyi szolgáltatóipari cégvezetőre kiterjedő felmérése szerint a többség a hatékony vállalatirányítást azonosnak tekinti a szabályozók és jogalkotók követelményeinek kielégítésével.<sup>15</sup> Meg kell jegyeznünk, hogy a pénzügyi szektort szabályozó és felügyelő hivatalok és a törvényi előírások is változóak a világ különböző pontjain.<sup>16</sup>

A PWC-felmérés azt is megállapítja, hogy az a nézet, amely szerint a megfeleléség a szabályozók és jogalkotók elvárásainak kielégítését jelenti, meggátolja az intézményeket abban, hogy a jó vállalatirányítás vagy más szervezet segítségével előzetes lépéseket tegyenek a stratégiai előnyszerzés érdekében. Ily módon jelentős rés mutatkozhat a vezetőség és a befektetők elvárásai között.

15 PricewaterhouseCoopers: A pénzügyi intézetek nem hasznosítják a vállalatirányítás stratégiai előnyeit (Financial Institutions Fall Short of Reaping the Strategic Advantages of Corporate Governance), Hongkong, 2004. április 6.; PricewaterhouseCoopers és Economic Intelligence Unit Governance: From Compliance to Strategic Advantage (Vállalatirányítás: a megfeleléstől a stratégiai előnyig), 2004. április.

16 E témáról bővebben lásd HÜPKES, EVA, MARC QUINTYN és MICHAEL W. TAYLOR: Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators (A pénzügyi szektor szabályozó testületeinek elszámolási kötelezettsége) Economic Issues 39, Nemzetközi Valutaalap, 2006.

### 3. ESETTANULMÁNYOK

#### *A belső kontrollok jelentős hibái*

*Susan Schmidt Bies* asszony, a FED kormányzótanácsának tagja úgy látja, hogy a kívülállók nehezen tudják meghatározni a vállalatirányítás hatékonyságát (2004. június 22.). Véleménye szerint jelentős hibának kell bekövetkeznie a belső kontrollban ahhoz, hogy a közvélemény tudomást szerezzen a folyamat gyengeségeiről. Megállapítja azt is, hogy a hiányos üzleti és vállalatirányítási gyakorlatok feltárása alacsonyabb részvényárakhoz, perekhez, büntetőszankciókhoz, hitel- és hírnévromláshoz, valamint magasabb tőkepiaci kamatrátákhoz vezethet.

A bankokat szabályozó testületek mind a vezetőség, mind a közvélemény tudomására hozzák, ha jelentős hiányosságokat tárnak fel a vállalatirányításban. Például a FED kormányzótanácsa sajtóközleményben (2005. március 1.) jelentette be, hogy a Huntington Bancshares Incorporated (Columbus, Ohio) vállalatnál súlyos hiányosságok mutatkoztak a vállalatirányítás, belső ellenőrzés, kockázatkezelés, valamint a pénzügyi jelentések, számviteli politikák és eljárások, illetve a szabályozó testületeknek készített beszámolók belső kontrollja terén. A FED 2006 májusában felfüggesztette a büntető szankciókat, ami azt jelenti, hogy a bank végrehajtotta a szükséges változtatásokat. A FED egy másik sajtóközleményében (2005. január 5.) bejelentette, hogy a Prineville Bancorporationnál és a Community First Banknál (mindkettő Prineville, Oregon) súlyos vállalatirányítási problémák merültek fel. A lényeg az, hogy a bankokat szabályozó testületek a vállalatirányítással kapcsolatos gondok észlelése esetén reagálnak. Ők olyan belső információknak is birtokában vannak, melyek a külső befektetők számára nem hozzáférhetőek.

**First Southern Bank**<sup>17</sup>. 2002 márciusában az FDIC és Alabama Állam Bankügyi Minisztériuma a First Southern Bank (Florence, Alabama) megszüntetését elrendelő utasítást adott ki.<sup>18</sup> A rendelkezés indoklásában többek között a nem megfelelő irányítást, illetve a kockázatos hitelezésből és nem kellően szigorú behajtási gyakorlatból eredő, nagy volumenű, rossz hitelállományt jelölték meg.

A veszteségek hátterében rejlő történet fontos információkkal szolgál a bankokká alakuló, kisebb takarékszövetkezetek vállalatirányításáról. Az esetből levont tanulság egyes részei érvényesek a hitelszövetkezetekre is, amelyek megpróbálkoznak a banki tevékenységgel.

1935-ben Florence-ben jegyezték be a First Federal Savings & Loan Associationt (Első Szövetségi Takaré- és Hitelszövetkezetet), amely sikeresen működött. Hatvan évvel később, 1995-ben a vezetőség úgy döntött, hogy a takaré- és hitelszövetkezeti formából bankholdinggá és koncessziós bankká (First Southern Bank) alakul át. A változtatás egyik oka az volt, hogy egy bank a hitelek és szolgáltatások szélesebb körét nyújthatja ügyfeleinek.

17 Ez az esettanulmány nyilvánosan hozzáférhető adatokra és a 2006. április 20-án Florence-ben (Alabama) a jelenlegi igazgatóság több tagjával folytatott megbeszélésen nyert információkra alapul.

18 FDIC Enforcement Decisions and Orders, In the Matter of First Southern Bank (Végrehajtási döntések és utasítások a First Southern Bank [Florence, Alabama] ügyében), iratsz.: 02-023b, 2003. március 15.



A felszínen a First Southern Bank jól működő szervezetnek tűnt. Valójában súlyos vállalatirányítási problémákkal küzdött, amelyek kis híján a bank megszűnéséhez vezettek.

A bank elnök-vezérigazgatója olyan értelmű kijelentéseket tett, mintha ugyanúgy vezetné a bankot, mint egy takaré- és hitelszövetkezetet. Ezzel az a gond, hogy a bankok nagymértékben különböznek a takaré- és hitelszövetkezetektől, és sem ő, sem a munkatársai nem rendelkeztek tapasztalattal a vállalathitelezés, hitelmonitoring vagy hitelbehajtás terén. Ezen túlmenően, az elnök-vezérigazgató „alfa hím személyiség” volt, ami értelmezhető így is: „Én vagyok a főnök. Én vezetem ezt a vállalkozást, és nem szeretem, ha kérdőre vonnak.” Az igazgatóság bizonyára úgy vélte, hogy az illető kitűnő munkát végez, hiszen az azonos méretű bankok körében ő volt az egyik legjobban fizetett vezető.

Az elnök-vezérigazgató nem foglalkozott hitelezéssel. Ezzel a feladattal a helyettesét bízta meg. A hitelbizottság nyomta rá a jóváhagyó pecsétet a legtöbb hitelre. A bank külső auditját egy helyi könyvelő cég végezte, amely csekély tapasztalattal rendelkezett a banki szolgáltatások terén, de szoros kapcsolatot ápolt az elnök-vezérigazgatóval.

A bank igazgatósága – számos kis bankéhoz hasonlóan – a helyi közösség sikeres embereiből állt. Az igazgatóságnak tagja volt az elnök-vezérigazgató, a helyettese és nyolc külső igazgató, akik csekély vagy semmiféle képzésben nem részesültek bankigazgatói feladataikat illetően. Különböző bizottságokban (audit, személyzeti stb.) vettek részt. Passzívan követték a felső vezetés által megszabott napirendet, és nem töltöttek be szerepet a bankpolitika kialakításában, nem jelölték ki a stratégiai irányt, illetve nem felügyelték a bank irányítását. Az az elnök-vezérigazgató feladata volt, legalábbis nekik ezt mondta.

Az igazgatóság tagjai „igazgatósági dossziékat” kaptak, amint beléptek az ülésekre. Ezek néhány oldalnyi tájékoztató anyagból, egyszerű pénzügyi kimutatásokból és a napirenden szereplő egyéb tételekből álltak. Ez mindig így történt. Utólag visszatekintve, a külső igazgatók nem kaptak pontos képet a bank üzleti vagy pénzügyi helyzetéről. Úgy tűnt, minden rendben halad. A bank vagyona 160 millió dollárról 190 millió dollárra nőtt az átalakulás idejére, 2000-re. A vezetőség túltőkésítettnek találta a bankot, ezért magas osztalékokat fizetett ki.

Röviddel azelőtt, hogy 2000-ben az egyik rangidős hitelezési tisztviselő meghalt, az igazgatóság tagjai gyanakodni kezdtek, hogy valami nincs rendben a hitelportfólióval. Számos problémás hitel merült fel, és a hitelvesztések fedezésére tartalékot kellett képezni. A rossz hitelek időzített bombaként ketyegtek. Mivel semmilyen kontroll sem felügyelte a vállalati hitelportfóliót, a rossz hitelek majdnem tönkretették a bankot.

A bank megmentése érdekében vagyoneladásra és tőkeemelésre volt szükség, a vezetőséget leváltották, és felfogadtak egy képzett jogászt. 2006-ra a bank kikerült a szabályozó testület védelme alól, mivel pénzügyi helyzete jelentősen javult.

A külső igazgatók levonhattak néhány fontos tanulságot a vállalatirányítással kapcsolatban. Egyikük azt mondta, hogy három dolog van, amit egy igazgatónak ismernie kell: tőke és irányítás, tőke és irányítás, illetve tőke és irányítás. A külső igazgatók azt is megtanulták, hogy mennyire fontos a képzett könyvvizsgálók bevonása, valamint a vezetők képzése és felelőssége. Ha képzésben részesülnek, valószínűleg észrevették volna a figyelmeztető jeleket. Például az elhunyt rangidős hiteltisztviselő soha nem

ment szabadságra. A külső igazgatók nem gyakoroltak valódi felügyeletet, pedig az ő dolguk lett volna, hogy kontrollálják az ellenőrző bizottságot, és ésszerű kapcsolatot tartsanak fenn a külső könyvvizsgáló céggel. Most a külső igazgatók irányítják a bankot. Valószínűleg nem követik el újra ugyanazokat a hibákat. A takaré- és hitelszövetkezetek, illetve bankok vállalati kultúrája és működése igencsak különböző.

**Szabályozási hibák.** Bár a bankokat szabályozó testületeket tartják a közérdeket védelmező „kapuőröknek”, az ő teljesítményük sem tökéletes. Az FDIC bankszódokról készített tanulmánya az 1980-as években kimutatta, hogy „*a feljegyzések szerint 260 csődbe ment bank esetén 24 hónappal a csőd bekövetkezése előtt nem látták szükségesnek a felügyelet megerősítését. Ezek közül 141-et 18 hónappal a csőd előtt, 57-et 12 hónappal a csőd előtt és 9-et még 6 hónappal a csőd előtt sem minősítettek problémás banknak.*”<sup>19</sup> A First National Bank of Keystone-t 1999-ben, gazdasági bűncselekménnyel vádolva zárták be. A bankfelügyelők a bukás előtt már nyolc évvel észleltek belsőkontroll-problémákat és ellenőrzési hiányosságokat, de ölbe tett kézzel ültek, amíg túl késő nem lett.<sup>20</sup>

**Túl nagy, hogy elbukjon.** A bankok és más szervezetek is küzdenek időnként pénzügyi gondokkal, ám egyes esetekben a kormány túl nagyra tartja őket ahhoz, hogy elbukjanak (Too-Big-To-Fail [TBTF])<sup>21</sup>. Ez a kifejezés 1984-ből ered, amikor *Todd Conover* devizaellenőr a kongresszus előtt tett vallomásaiban kijelentette, hogy a Continental Illinois bank és tíz másik pénzintézet túl nagy, hogy elbukjon, mert csődjük jelentős negatív hatást gyakorolna a gazdaságra és a pénzforgalmi rendszerre. Ez az általános TBTF-konceptió szerte a világon, különböző iparágakban működik, amikor a kormány meg akarja előzni a nagyobb katasztrófákat. New York City az 1960-as években, a Lockheed Aircraft az 1970-es években, a takaré- és hitelszövetkezeti válság az 1980-as években és a légitársaságok a 90-es években – megannyi egyesült államokbeli példa. De ugyanez történt a japán bankok 1990-es tőkebefecsckendezése idején.

Elgondolkodtató, hogy nagy bankszervezetek (mint például a Citigroup) tisztviselői és igazgatói vajon milyen mértékben számítanak a morális kockázatot jelentő „túl nagy, hogy elbukjon” elméletre a tranzakciós döntések meghozatalakor. Erre a kérdésre nem tudom a választ.

### *A befektetők szerepe*

Az intézményi befektetőknek van beleszólásuk a menedzsmentbe és vállalatirányításba. A California Public Employee’s Retirement System (CalPERS) adminisztrációs bizottsága megállapította, hogy „*a hatékony vállalatirányítás hosszú távon javuló teljesítményhez vezet. A CalPERS arról is meg van győződve, hogy a »jó« vállalatirányításhoz nemcsak a cég tisztviselőinek és igazgatóinak, hanem tulajdonosainak figyelmére és elkötelezettségére is szükség van. A CalPERS nem egyszerűen passzív részvényes. Mi »részvénytulajdonosok« vagyunk, és komolyan vesszük a cég tulajdonlásával járó felelősséget.*”<sup>22</sup>

19 Bank Examination and Enforcement (Bankvizsgálat és végrehajtás), History of the Eighties: Lessons for the Future, 1. évf., Federal Deposit Insurance Corporation (Washington, D.C.), 1997., 433. o.

20 Bővebben l. Gup: The New Basel Capital Accord (Az új bázeli tőkeegyezmény), 2004. 74. o.

21 Bővebben l. Gup: Too Big To Fail (Túl nagy, hogy elbukjon), 2004.

22 Calpers részvénytulajdonosi fórum: <http://www.calpers-governance.org/forumhome.asp>

*Karpoff* [2001] egy empirikus kutatásban feltárta, hogy a részvényesi aktivitás kisebb változásokat eredményezhet a vállalatirányításban, de a nyereségre és részvények értékére gyakorolt hatása elhanyagolható. Ennek ellenére az intézményi befektetők aktivitása egyre nő. A 2006-os Global Institutional Investors Study (Tanulmány a globális intézményi befektetőkről) kimutatta: 18 ország 322 intézményi befektetőjének 71%-a gondolja úgy, hogy az elmúlt három évben fontossá vált a vállalatirányítás, elsődlegesen a botrányok és a növekvő felelősség miatt. 63%-uk mondta azt, hogy a következő három évben a vállalatirányítás jelentősége nőni fog. A tanulmány kifejti továbbá, hogy a kockázati tőkealapok az új szereplők a cégek irányításában [OK1]. „*Hajlandóságot mutattak arra, hogy felvállalják az irányítást, az egyesülésekre és felvásárlásokra összpontosítsanak, és részt vegyenek a képviselői jogáért folytatott küzdelmekben.*”

**Sovereign Bank.** Hol végződik a részvényesi aktivitás, és hol kezdődik a vezetőség ügyeibe történő, jogtalan beavatkozás? Más szóval, a részvényesek jobban tudják, hogyan kell vezetni a céget, mint a vezetőség? Milyen mértékig kell a vezetőségnek küzdenie az eltérő véleményen lévő részvényesekkel? Vegyük szemügyre a Sovereign Bancorp Inc. esetét! A philadelphiai központú, 64 milliárd dolláros cég tekintélyes növekedést mutatott Jay S. Sidhu vezetése alatt.<sup>23</sup> A Sovereign Bancorp 2006-ban a top 100 vállalat listáján a 34. helyen állt.<sup>24</sup> A rangsort a banknak a Rational Investors LLC-vel történt összeapása előtt állították össze.

A Rational Investors LLC (San Diego, California) fedezeti befektetési alap, a Sovereign legnagyobb, körülbelül 7,3%-os részvényese élesen kritizálta Sidhu személyét. A Rational Investors megkérdejelezte a bank tisztviselőknél és igazgatóknál nyújtott hiteleit, amelyeknek az összege hat év alatt 6,4 millió dollárról 94,1 millió dollárra nőtt. Ezen kívül nem voltak megelégedve a Sovereign részvényhozamával sem. A Rational Investors el akarta távolítani a teljes igazgatóságot. Később módosítottak álláspontjukon, és két helyet kértek az igazgatóságban. A Sovereign azon döntésével sem értettek egyet, amelynek eredményeképpen a részvények 24,99%-át eladták a spanyolországi Banco Santander Central Hispano SA-nak 2,4 milliárd dollár készpénzért, majd ebből – további összegekkel kiegészítve – a brooklyni (New York) Independence Community Bankot vásárolták fel 3,6 milliárd dollárért. E tranzakciók egyik fontos hatása a Rational Investors részvényállományának felhígulása volt. Egy New York-i szövetségi bíró döntése értelmében a Sovereign részvényesei ok nélkül is elmozdíthatják az igazgatókat. A Sovereigntől a döntés megfellebbezését várták. A bírósági ítélet

23 EISINGER, JESSE: Sovereign Bancorp's Takeover Deal Looks Like a Dis to Shareholders (A részvényesek nem támogatják a Sovereign Bancorp felvásárlási ügyletét), *Wall Street Journal*, 2005. november 2., C1; ENRICH, DAVID: Santander enlists Giuliani Firm to Review Deal With Sovereign (Santander Giuliani céget veszi igénybe a Sovereign-nel kötendő ügylet felülvizsgálatához), *Wall Street Journal*, 2006. március 3., C3; PILCH, PHYLLIS: NYSE Rules Divide Bank Investors (Az NYSE szabályok megosztják a banki befektetőket), *Wall Street Journal*, 2005. december 21., B2A; Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Release (Szövetségi jegybankelnökök bizottsága, Szövetségi jegybank közleménye), H.2A, Notice of Formations and Mergers of, and Acquisitions by, Bank Holding Companies; Change in Control (Értesítő bankholdingok által végrehajtott egyesületekről és felvásárlásokról; A vezetés változása), H.2A, 2006. február 10.

24 Business Ethics 100 Best Corporate Citizens, *Business Ethics*, 2006 tavasz, 20. évf. 1. sz. 22. o.

összhangban áll azzal az elmélettel, miszerint a részvényesek jogosultak megválasztani és elbocsátani az igazgatókat.

Végül 2006. február 10-én Edward Rendell, Pennsylvania kormányzója az 595-ös szenátusi törvényjavaslat mellé állt, amelynek célja a „*Sovereign által javasolt vállalatirányítási változtatások hatályba léptetése... a »jelentős befolyással bíró személy vagy csoport« definíciójának alkalmazása érdekében.*”<sup>25</sup>

Túl messzire ment-e a vezetőség? Vajon az eset a részvényesek túlzott aktivitására, vagy a felső vezetés által gyakorolt, túlzott kontrollra szolgál példaként?

### ***A vezetői integritás és az etikus magatartás***

*Glassman, az Egyesült Államok értékpapír- és tőzsdeügyi kormánybiztosa [2005] kijelentette: „a vállalatoknak hatékony vállalatirányítási folyamatokkal kell rendelkezniük, a vállalat igazgatóságának és felső vezetésének pedig tisztességesnek kell lennie, és támogatnia kell az etikus magatartást. Meg vagyok győződve arról, hogy a legtöbb cégnél megfelelő vállalatirányítási folyamatok vannak érvényben. A szabályokat nemcsak azért tartják be, hogy elkerüljék a végrehajtási eljárásnak a hírnevet megtépázó hatását, hanem azért is, mert az egyszerűen jó üzleti gyakorlat, és helyes magatartás. Bár szabályozó testületként nem szabhatjuk meg ezeket az értékeket, jól megtervezett szabályok segítségével a helyes magatartásra ösztönözhetünk, és polgári, illetve bünvádi eljárások útján elutasíthatjuk a nem megfelelő viselkedési formákat. Ily módon hidat verhetünk a tulajdonosok és a vezetőség céljai között tátongó úr fölött.”*

A tisztesség és etikus magatartás a bank legfelső szintjén kezdődik, és az egész szervezetet átjárja. De mi történik akkor, ha a legfelső szinten követnek el szabálysértést? Először ismerkedjünk meg a világ legnagyobb bankjai közül kettő, a Deutsche Bank és a Citigroup esetével! Végül megvizsgáljuk az olasz Banca Popolare Italianát.

**Deutsche Bank.** A bankvezetők akkor vonhatók felelősségre, ha és amikor bűncselekményt követnek el. Ismerkedjünk meg dr. Josef Ackermannal, a Deutsche Bank igazgatótanácsa szövívőjének és a csoport végrehajtó bizottsága elnökének esetével. Bírósági eljárás indult ellene, mert 2000-ben a Mannesmann AG bizonyos vezetőit állítólag 74 millió dollárnyi prémiummal és nyugdíjcsomaggal gazdagította azért, hogy ne ellenezék cégüknek a Vodafone általi felvásárlását. A tranzakciót illegálisnak minősítették, mivel úgy jutalmazta a Mannesmann vezetőit, hogy közben a részvényeseknek nem juttatott semmit. Ackermann és a többi vádlottat felmentették, de újabb vállalati bünvádi eljárás elé néznek. A Deutsche Bank 2005-ös éves beszámolója szerint „*Düsseldorf államügyésze fellebbezett a szövetségi legfelsőbb bíróságnál (Bundesgerichtshof). A szövetségi legfelsőbb bíróság 2005. december 21-én az ügy újratárgyalását rendelte el a düsseldorfi kerületi bíróságnál. Az új bünvádi eljárás kezdetének időpontja még nem ismert.*”<sup>26</sup>

25 Rendell, Edward G., Governor, Commonwealth of Pennsylvania, “Governor Rendell Sign Senate Bill 595,” News Release, February 10, 2006, <http://www.state.pa.us/papower/cwp/view.asp?A=11&Q=449844>

26 A Deutsche Bank éves beszámolója, 2005. július.

**Citigroup Inc.** A Citigroup Sanford Weill vezetése alatt nőtt világóriássá, de nagyon nehéz egy továbbra is terjeszkedő óriáscég minden területét kontrollálni. A bérek a teljesítményen alapultak, vagyis minél több szolgáltatást adott el valaki, annál többet keresett. Ennélfogva lassacskán felszínre kerültek a problémák és a botrányok. Például:

**Japán:** 2001-ben Japánban a Pénzügyi Szolgáltatások Hivatala (FSA) aggályát fejezte ki a Citibank japán fiókbankjával kapcsolatban (Marunocsi Branch of Citibank). 2004-ben az FSA hatósági eljárást indított a japán fiókcég négy irodájának bezárása érdekében, mivel a bank tisztviselői közül többen is félrevezették az ügyfeleket, és rávették őket, hogy strukturált kötvényekbe és komplex értékpapírokba fektessenek, megszegve a Japánban érvényben lévő értékpapírtörvényeket, illetve számos egyéb jogszabályt.<sup>27</sup>

**Németország:** a Citigroup kötvénykereskedőit „piacmanipulációval” vádolták, mert a „Dr. Genya Stratégiát”<sup>28</sup> alkalmazták. Ez viszont nem minősül a német törvények megszegésének, ezért az ellenük felhozott vádakot ejtették.<sup>29</sup>

**Brazília:** a Citigroup egyik befektetési menedzsere állítólag megpróbálta arra kényszeríteni az egyik nagybefektetőt, hogy egy brazil telekommunikációs vállalatban lévő részvényeit a piaci ár alatt adja el. A menedzsert elbocsátották.<sup>30</sup>

**Ausztrália:** a Citigroupnak 715 millió dollár bírságot kellett fizetnie Ausztráliában egy nagyvállalat átvételére adott ajánlattal kapcsolatos bennfentes kereskedelem miatt.<sup>31</sup>

**New York:** A Citigroup 2 milliárd dolláros peregyezséget köt az Enronnal.<sup>32</sup>

**Chicago:** A Chicago Tribune online kiadásának főcíme így szólt: „*Még a nagymenőket is átverik: feszült vállalati dráma bontakozott ki, amikor az ország egyik legjelentősebb hitelezője rájött, hogy chicagói cége jelzálogcsalási ügybe keveredett.*”<sup>33</sup> Ez a jelentős hitelező a Citigroup tagja volt.

Amikor *Charles Prince* vette át a Citigroup irányítását elnök-vezérigazgatóként, bejelentette, hogy megváltoztatja a vállalati kultúrát, illetve nagyobb hangsúlyt fektet a

27 NEGISI, MAJUMI: Citibank Japan Ordered to Close Four Offices Over Legal Breaches (A Citibank négy japán irodáját jogsértés miatt bezáratják), *The Japan Times*, Japan Times Online, 2004. szeptember 18.; *The Administrative Action Against Citibank, N.A., Japan Branch* (Hatósági eljárás a Citibank japán fiókvállalata ellen) – A japán kormány Pénzügyi Szolgáltatások Hivatala, előzetes fordítás, 2004. szeptember 17.: <http://www.fsa.go.jp>

28 Dr. Genya az Austin Power-filmek gonosz szereplője; a német államkötvények árának manipulált felhajtasáról nevezték el a stratégiát.

29 TAYLOR, EDWARD és OLIVER BIGGADIKE: Germany Won't Charge Citigroup Bond Traders (Németország nem emel vádat a Citigroup kötvénykereskedői ellen), *Wall Street Journal*, 2005. március 22., C3.

30 SAMOR, GERALDO: Citigroup Parts Ways with Manager in Brazil, Dantas, Focus of Dispute, Ran Bank's Private Equity; Cleaning up Ethical Issues (A Citigroup megváltik vezetőjétől Braziliában; Mi áll a vita középpontjában?; A Ran Bank magántőkéje; Etikai kérdések rendezése) *Wall Street Journal*, 2005. március 11., C3.

31 Citigroup Facing \$715 M Fine for Insider Trading (A Citigroup 715 millió dolláros bírságot fizet bennfentes kereskedelemért), *CNNMoney.com*, 2006. március 31.

32 Citigroup Settles Enron Class Action Suit for \$2 Billion (A Citigroup 2 milliárd dolláros peregyezséget köt az Enronnal), *Banking Legislation & Policy*, Philadelphia Szövetségi Tartalék Bankja, 2005. április–július

33 *Jackson, David*: A tense corporate drama unfolds when one of the nation's major lenders finds its Chicago Operation enmeshed in mortgage fraud, *Chicago Tribune* online kiadás, 2005. november 8.

belső kontrollra és etikára.<sup>34</sup> A szervezeti struktúra változatlan marad, de a vállalat-irányítás más lesz. A szövetségi jegybank 2006 áprilisában feloldotta a Citicorpra kiszabott egyéves akvizíciós tilalmat, azzal az indoklással, hogy már jobb belső kontrollal rendelkeznek.<sup>35</sup>

**Banca Popolare Italiana (BPI), Olaszország.** *Gianpiero Fiorani* állt elnök-vezérigazgatóként a BPI élén, amikor az erőszakosan, a részvények csaknem 40 százalékát megszerezve, felvásárolta a nála sokkal nagyobb Banca Antoniana Popolare Ventát (AntonVeneta).<sup>36</sup> 2005. december 13-án Fioranit a felvásárlás komplex terve kapcsán sikkasztás és bűnszövetkezés vádjával letartóztatták. A botrány az olasz jegybank elnökét, *Antonio Faziót* is érintette. Fiorani állítólag nagyon drága ajándékokat (órákat, ékszereket, ezüst tárgyakat stb.) adott a Fazio családnak, s ezeket üzleti kiadásként számolta el. Ezután Fazio befagyasztotta az ABN Amrónak az AntonVeneta felvásárlására tett ajánlatát. A Fiorani és mások ellen felhozott vádak között szerepelt az akvizíciót megelőző részvénymanipuláció. Fazio lemondott az olasz jegybank elnöki tisztéről.

A BPI, a Citigroup és a Deutsche Bank példája alapján az a lényeg, hogy a tisztességes és etikus magatartást a szervezet legfelsőbb köreiben kell megalapozni. Erre az egyik legszélsőségesebb példa a BCCI esete. A BCCI rövidítés a Nemzetközi Kereskedelmi és Hitelbankot (Bank of Credit and Commerce International) jelöli, de Nemzetközi Csalók és Bűnözők Bankjaként jobban ismert.<sup>37</sup> A BCCI-t 1972-ben *Aga Hasan Abedi* szervezte meg Abu-Dzabiban, de a szervezet végül 73 országban működött. 1990-re 23 milliárd dolláros vagyonával a világ hetedik legnagyobb magánbankjává vált. „Pakisztáni alapítójának kitűzött célja a nyugat gonosz befolyásának leküzdése, és a muzulmán terrorista szervezetek finanszírozása volt.”<sup>38</sup> Dióhéjban: Abedi vezetése alatt a BCCI belekeveredett mindenbe: csalásba, pénzmosásba, illegális bankfelvásárlásokba, megvesztegetésekbe, a terrorizmus támogatásába, fegyverkereskedelembé, adócsalásba, és elkövetett „mindenfajta pénzügyi bűncselekményt; a listának csak tisztviselői és

34 RILEY, CLINT: Citigroup Gets Higher Grades for its Corporate Governance (A Citigroup jobb osztályzatot kap vállalatirányítási gyakorlatára), *Wall Street Journal*, 2006. március 18–19., B3; LANGLEY, MONICA: Course Correction – Behind Citigroup Departures: A Culture Shift by CEO Prince (Pályamódosítás – mi áll a Citigroup újraindulásának háttérében: vállalati kultúraváltás Prince elnök-vezérigazgató irányításával), *Wall Street Journal*, 2005. augusztus 24., A1.

35 RILEY, CLINT: Citigroup Is Cleared to Pursue Deals (A Citigroup engedélyt kapott üzleti tevékenysége folytatására), *Wall Street Journal*, 2006. április 5., C3.

36 Year-end Accounts: ANTONIO FAZIO, Governor of the Bank of Italy, Resigns. About Time (Év végi zárás: Antonio Fazio, az olasz jegybank elnöke lemond. Már itt volt az ideje.), *The Economist*, 2005. december 25., 98; Fazio Under Renewed Pressure to Resign After Fiorani Arrest (Fiorani letartóztatását követően ismét Fazio lemondását követelik), *Italy*, 2005. december 15., ; Italy Bid Bank Considers Options (A vételi ajánlatot tevő olasz bank fontolgatja lehetőségeit), *BBC News*, 2005. augusztus 5.

37 A BCCI-ről bővebben I. GUP, BENTON E.: Targeting Fraud: Uncovering and Deterring Fraud in Financial Institutions (Célpontban a csalás: a család feltárása és megakadályozása pénzintézetekben), Probus Publishing Co., Chicago, IL, 1995, 3. fejezet.

38 SIROTA, DAVID és JONATHAN BASKIN: Follow the Money: How John Kerr Busted the Terrorists' Favorite Bank (Kövessd a pénzt: hogyan tette tönkre John Kerr a terroristák kedvenc bankját?) *Washington Monthly*, 2004. szeptember, <http://www.washingtonmonthly.com/features/2004/0409.sirota.html>.

*ügyfelei képzelőereje szabott gátat.*”<sup>39</sup> A botrány nagy port vert fel a 90-es évek elején az Egyesült Államokban. A bankot 1991-ben világszerte bezárták. Angliában ennek nyomán 2005-ig zajlottak bírósági tárgyalások az angol jegybank ellen, amely nem felügyelte megfelelően a BCCI-t.

Ez jól szemlélteti azt az álláspontot, amely szerint, bár a bankokat szabályozzák, az őket szabályozó testületek sem tökéletesek.

Végül: a *Butcher* fivérek, akik a United American Bank (Knoxville, Tennessee) tulajdonosaiként porig rombolták az intézményt, szintén remek példái a rossz felső vezetésnek.<sup>40</sup> Jake Butcher, aki sikertelenül indult Tennessee állam kormányzói székéért, született üzletember és csaló volt. Jake és bátyja, „C. H.” az 1980-as évek elején körülbelül 14 bankot vásárolt fel, amelyeknek a vagyona meghaladta a 3 milliárd dollárt. Jake *Jimmy Carter* elnök, *Howard Baker* szenátor és más, akkoriban jól ismert közszereplők segítségével megszervezte az 1982-es knoxville-i világkiállítást. A világkiállítás zárása után egy nappal 180 bankfelügyelő Butcher összes bankját bezáratta. Ez volt az amerikai történelem harmadik legnagyobb banksődje. Többrendbeli csalás és egyéb bűncselekmények vádjával Jake-et kétszer 20 év börtönre ítélték, testvérét és társait pedig 19,3 millió dolláros bírság megfizetésére kötelezték.

## KÖVETKEZTETÉSEK

A vállalatirányítás modellje és a vezetés két külön dolog. Peter Drucker vezetési szakértő szerint: *„Mivel a vezetés azzal foglalkozik, hogy az embereket egy közös vállalkozásban egyesítse, mélyen beágyazódik a kultúrába. A menedzserek Németországban, az Egyesült Királyságban, az Egyesült Államokban, Japánban vagy Brazíliában pontosan ugyanazt teszik. Módszereik viszont igencsak eltérők.*”<sup>41</sup> Az Egyesült Államokban, az Egyesült Királyságban és Ausztráliában a vállalatirányítás egyetlen igazgatóságból álló rendszere összevonja a vezetőséget és az igazgatóságot. Németország és Kína olyan vállalatirányítási modellt alkalmaz, amely különválasztja a vezetőséget a felügyelő bizottságtól. Franciaországban és Svájcban pedig vegyes igazgatósági struktúrát találunk, amely azt jelenti, hogy a cégek választhatnak az egyetlen igazgatóságból vagy felügyelő bizottságból álló rendszerek közül. Tehát az igazgatósági struktúra egyetlen modellje nem felelhet meg minden felhasználónak. Bár itt nem tárgyaltuk, különféle struktúrájú igazgatótanácsok léteznek.

Nemcsak az igazgatóság felépítése lehet különböző, de Murray (2006. április 12.) szerint az ISS nemzetközi felmérése egyértelműen kimutatja, hogy a vállalatirányítás a különböző intézményi befektetők számára mást és mást jelent. Kínában például az intézményi befektetők az igazgatóság elszámoltathatóságának és átláthatóságának

39 Kerry John szenátor és Hank Brown szenátor: A Report to the Committee on Foreign Relations (Jelentés a külügyi bizottságnak), United States Senate, 102d Congress, 2d Session, Senate Print 102-140. o., 1992. december, vezetői összefoglaló.

40 A United American Bankról bővebben l. Gup, i. m. 10. fejezet.

41 THURM, SCOTT és LUBIN, JOANN S.: Peter Drucker's Legacy Includes Simple Advice: It's About People (Peter Drucker öröksége egyszerű tanács: minden az emberekről szól), *Wall Street Journal*, 2005. november 14., B1.

alapvető szintjét szeretnék elérni. Japánban nagyobb hangsúlyt helyeznek az erőszakos felvásárlások megakadályozását szolgáló intézkedésekre.

Mivel a bankok ellenőrzés alatt állnak, nem szabad megfélemlenünk a bankok működését szabályozó testületeknek a vállalatirányítási folyamatban betöltött szerepéről. Őket elsősorban az foglalkoztatja, hogy az intézetek betartják-e a törvényeket és rendelkezéseket, hogy megvédjék a pénzügyi rendszer biztonságát és épségét. A vizsgálatok során a szabályozó szervezetek információs előnyhöz jutnak a részvényesekhez és más befektetőkhez képest.<sup>42</sup> Szabályozói szemmel a tőkemegfelelés és a hozzáértő vezetőség fontosabb, mint az igazgatóság szerkezete. Mindazonáltal a szabályozók mégis erősen befolyásolhatják, hogy kiből lehet banktisztviselő vagy igazgató.

Egy szervezet sikerének legfontosabb tényezője a *belső környezet*. A Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (a Treadway-tanács szponzoráló szervezeteinek bizottsága), a COSO megalkotta a vállalati kockázatkezelés keretrendszerét. Bies asszony (FED) szerint (2006. április 28.) „A belső környezet – a szervezet *léggőre* – tükrözi a cég kockázatkezelési filozófiáját, kockázattűrő képességét és etikai értékeit. Meghatározza, hogy a szervezet különböző munkatársai miként tekintenek a kockázatra, és hogyan kezelik azt. Ezt a léggört a szervezet legfelső pontján határozzák meg.” Más szóval, a felső vezetés határozza meg a léggört, amely a szervezet sikeréhez vagy bukásához vezet.

Bár a Fannie Mae nem bank, de a kongresszus által alapított pénzintézet, amelyet a New York-i értéktőzsdén FNM jelzés alatt jegyeznek. Ezen kívül az Office of Federal Housing and Enterprise Oversight (szövetségi lakásügyi és vállalatfelügyeleti hivatal), az OFHEO ellenőrzése alatt áll. A Fannie Mae-ről nemrégiben napvilágot látott információk betekintést nyújtanak egy nagy pénzintézetnek, az Egyesült Államok kormánya után a világ második legnagyobb hitelfelvevőjének a vállalati kultúrájába és léggörébe.<sup>43</sup>

2006 májusában az OFHEO jelentést adott ki *Report of the Special Examination of Fannie Mae (Rendkívüli vizsgálat a Fannie Mae ügyében)* címmel, amelynek középpontjában a „Vállalati kultúra és léggör a felső szinteken” téma szerepelt. A vezetői összefoglaló szerint a Fannie Mae elnök-vezérigazgatója, *Franklin Raines* és a felső vezetők-ből álló belső kör azt a *hamis képet* alakította ki, amely szerint „ami jó a Fannie Mae-nek, az jó a lakásügynek és a nemzetnek is”. Ezen kívül a cég a kockázatkezelés, pénzügyi beszámolók, belső kontrollok és vállalatirányítás terén „alacsony kockázatú” és „osztályában a legjobb” besorolást kapta.

A Fannie-nál tapasztalható vállalati kultúra *„erőteljesen az egy részvényre jutó hozam (EPS) célokra fókuszált... 1999-ben Raines úr célul tűzte ki, hogy ezt a mutatót öt éven belül megduplázzák... A cég ügyvezetői honoráriumrendszere azt az üzenetet közvetítette a felső vezetőknek, hogy a kockázat kontrollja helyett a hozamra kell koncentrálni... Csak az EPS számított, tekintet nélkül arra, hogy miként érik el... A felső vezetés úgy teljesítette a hozamcélakat, hogy rendszeresen manipulálta a nyereséget... Raines úr ezen időszak alatt*

42 L. DeYoung, Robert, Mark J. Flannery, William Lang, Sorin M. Sorescu, (2001).

43 OFHEO Report: Fannie Mae Façade, Fannie Criticized for Earnings Manipulation (OFHEO jelentés: A megtévesztő Fannie Mae; bírálják a Fannie-t a manipulált eredmények miatt), sajtóközlemény, 2006. május 23.



*kapott 90 millió dolláros jutalmából több mint 52 millió dollár kötődött közvetlenül az EPS-célok megvalósításához... Az igazgatóságnak ezek a végrehajtott, illetve végre nem hajtott intézkedései sajnálatosan kedveztek a Raines úr és más felső vezetők által kialakított légkörnek és kultúrának, ahelyett, hogy ellenőrizték volna azt...”*

A Fannie Mae esete szabályozási hibának tekinthető. Az OFHEO becslése szerint az FNMA 10,6 milliárd dollárral értékelte túl bevételeit és tőkéjét.

Az OFHEO túl lassan ébredt rá, hogy a Fannie Mae-nek gondjai vannak, és korrigálnia kellene a helyzetet.

Számít a szervezeti struktúra? A válasz: igen is, meg nem is. Attól függ, kit kérdezzünk meg, és az illető mit vár a bankoktól. Az itt bemutatott anekdotaszerű bizonyítékok szerint az, hogy a vállalat irányítása jó vagy gyenge, sokkal inkább függ a felső vezetés őszinteségétől, tisztességétől és céljaitól, mint a vállalatirányítás szervezeti struktúrájától. Ez koncentrált vagy hígított tulajdonosi szerkezet mellett egyaránt érvényes.

E cikkből az alábbi következtetéseket vonhatjuk le:

- 1) Fontos a jó vállalatirányítás.
- 2) A jó vállalatirányítás alapját az igazgatóság és felső vezetés által meghatározott, megfelelő szervezeti kultúra és légkör jelenti.
- 3) Nem egyértelmű, hogy egy adott igazgatósági struktúra (anglo-amerikai/részvényesi vagy francia/német modell) jobb-e a másiknál, illetve számít-e egyáltalán, hogy melyik felépítést alkalmazzák.
- 4) Sok vállalatirányítási kudarc mögött a jutalmazási/ösztönzési rendszer áll.
- 5) A kormányzati felügyeletet gyakorló testületek sem mutathatnak fel tökéletes eredményeket a vállalatirányítási problémák és hibák észlelése és megoldása terén.
- 6) A vállalatirányítási hibákat azonnal korrigálni kell a szabálysértőkre kiszabott, súlyos büntetésekkel.

## HIVATKOZÁSOK

- 2006 ISS Global Institutional Investors Study [2006], Institutional Shareholder Services, New York.
- ADAMS, RENÉE B.–FERREIRA, DANIEL [2005]: A Theory of Friendly Boards, European Corporate Governance Institute [ecgi]: Finance Working Paper, 100/2005., október.
- AGGARWAL, REENA–WILLIAMSON, ROHAN G. [2006]: Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes?, 2006. február 12.; <http://ssrn.com/abstract=859264>
- Bank Examination and Enforcement [1997]: *History of the Eighties: Lessons for the Future*, Vol. 1. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C.
- BARTH, JAMES R.–CAPRIO, GERARD JR.–NOLLE, DANIEL E.: [2004]: Comparative International Characteristics of Banking, Economic and Policy Analysis Working Paper 2004-1., Office of the Comptroller of the Currency, január.
- Basel Committee on Banking Supervision [2005]: Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, Consultative Document, október.
- Basel Committee on Banking Supervision [2006]: Core Principles for Effective Banking Supervision, Consultative Document, április.
- BASINGER, ROBERT E.; BENTON, DANIEL F.; GARNER, MARY L.; MONTGOMERY, LYNNE S.; POWELL, NATHAN H. [2005]: Implications of the Sarbanes–Oxley Act for Public Companies in the U.S. Banking Industry, *FDIC Outlook*, Fall.
- BIES, SUSAN SCHMIDT [2003]: Remarks by Governor Susan Schmidt Bies, Corporate Governance, Board of Governors of the Federal Reserve System, május 7.

- BIES, SUSAN SCHMIDT [2004]: Remarks by Governor Susan Schmidt Bies, Trends in Risk Management and Corporate Governance, Board of Governors of the Federal Reserve System, június 22.
- BIES, SUSAN SCHMIDT [2006]: Remarks by Governor Susan Schmidt Bies, A Bank Supervisor's Perspective on Enterprise Risk Management, Board of Governors of the Federal Reserve System, április 28.
- BLAIR, CHRISTINE E. [2004]: The Mixing of Banking and Commerce: Current Policy Issues *FDIC Banking Review*, Volume 16, No. 4.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2005]: Federal Reserve Press Release, Enforcement Actions, Written agreement with Prineville Bancorporation, január 5.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2005]: Federal Reserve Press Release, Enforcement Actions, Written agreement with Huntington Bancshares Incorporated, március 1.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2006]: Federal Reserve Release, H.2A, Notice of Formations and Mergers of, and Acquisitions by, Bank Holding Companies; Change in Control, február 10.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2006]: Federal Reserve Press Release, Enforcement Actions, Termination of Enforcement Action against Huntington Bancshares, Incorporated, május 10.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [1993]: Supervisory Letter, SR 93-9, Distribution of Reports of Examination and Other Information to Independent Auditors, március 2.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [1994]: Supervisory Letter, SR94-3, Supervisory Guidance on the Implementation of Section 112 of the FDIC Improvement Act, január 13.
- Business Ethics 100 Best Corporate Citizens, [2006]: *Business Ethics*, Spring, Vol. 20., No. 1., 22. o.
- Calpers Shareowner Forum, <http://www.calpers-governance.org/forumhome.asp>
- CAPRIO, GERARD; FIECHTER, JONATHAN; LITAN, ROBERT E.; POMERLEANO, MICHAEL [2004]: The Future of State-Owned Financial Institutions, The Brookings Institution, Policy Brief #18-2004.
- Citigroup Facing \$715 M Fine for Insider Trading, [2006]: CNNMoney.com, március 31.
- Citigroup Settles Enron Class Action Suit for \$2 Billion [2005]: *Banking Legislation & Policy*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, április-június.
- Committee on Sponsoring Organizations of the Treadway Commission [COSO]: [report] on *Internal Control-Integrated Framework* [1992], a legújabb változat, a COSO *Internal Control-Integrated Framework* 1995-ben jelent meg: <http://www.coso.org>
- CORE, JOHN E.; GUAY, WAYNE R.; RUSTICUS, TJOMME O. [2006]: Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations," *Journal of Finance*, 2006. április, 655–687. o.
- CRAIG, VALENTINE, V. [2004]: The Changing Corporate Governance Environment: Implications for the Banking Industry, *FDIC Banking Review*, Volume 16, No. 4.
- CREMERS, K. J. MARTIJN, VINAY B. NAIR [2005]: "Governance Mechanisms and Equity Prices," *Journal of Finance*, December, 2859-2894.
- A Deutsche Bank éves jelentése, 2005.
- DEYOUNG, ROBERT; FLANNERY, MARK J.; LANG, WILLIAM; SORESCU, SORIN M. [2001]: The Informational of Bank Exam Ratings and Subordinated Debt Prices, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33., 900–925. o.
- EISINGER, JESSE [2005]: Sovereign Bancorp's Takeover Deal Looks Like a Dis to Shareholders, *Wall Street Journal*, november 2., C1.
- ENRICH, DAVID [2006]: Santander Enlists Giuliani Firm to Review Deal With Sovereign, *Wall Street Journal*, március 3., C3.
- FAMA, EUGENE-JENSEN, MICHAEL [1993]: The Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26., 301–326. o.
- FANTO, JAMES A. [2006]: Paternalistic Regulation of Public Company Management: Lessons from Bank Regulation, Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 49, január 25.
- Fazio Under Renewed Pressure to Resign After Fiorani Arrest [2005]: *Italy*, magazine, december 15., <http://www.italy.mag.co.uk/2005/news-from-italy>
- FDIC Enforcement Decisions and Orders, In the Matter of First Southern Bank, Florence, Alabama, Docket No. 02-023b, március 15, 2003.
- FERRIS, STEPHEN-JAGANNATHAN, MURALI-PRITCHARD, ADAM [2003]: Too Busy to Mind the Business: Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments," *Journal of Finance*, június, 1087–1111. o.
- FICH, ELIEZER M.; ANIL SHIVDASANI [2006]: Are Busy Boards Effective Monitors? *Journal of Finance*, április, 689–724. o.

- Financial Services Agency, The Government of Japan, [2004]: The Administrative Action Against Citibank, N.A., Japan Branch, előzetes fordítás, szeptember 17., <http://www.fsa.go.jp>
- GOMPERS, PAUL A.– ISHII, JOY L.– METRICK, ANDREW [2003]: Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, 118., 107–155. o.
- GLASSMAN, CYNTHIA A. [2005]: Speech by U.S. Securities and Exchange Commissioner Glassman: Remarks before the Beyond the Myth of Anglo-American Corporate Governance Roundtable, december 6.
- GUP, BENTON E. [1995]: *Targeting Fraud: Uncovering and Deterring Fraud in Financial Institutions*, Probus Publishing Co., Chicago (Illionois).
- GUP, BENTON E. [2004]: *The New Basel Capital Accord*, Thomson/Texere, New York.
- GUP, BENTON E. [2004]: *Too Big To Fail, Policies and Practices in Government Bailouts*, Westport, CT., Praeger Publishers.
- HERMALIN, BENJAMIN E.–WEISBACH, MICHAEL S. [2003]: Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, április, 7–50. o.
- HÜPKES, EVA–QUINTYN, MARC–TAYLOR, MICHAEL W. [2006]: Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators,” *Economic Issues* 39, International Monetary Fund.
- Italy Bid Bank Considers Options [2005]: BBC News, 2005. augusztus 5., <http://news.billinge.com/1/low/business/4748837.stm>
- JACKSON, DAVID [2005]: Even big boys get scammed: A tense corporate drama unfolds when one of the nation’s major lenders finds its Chicago Operation enmeshed in mortgage fraud, *Chicago Tribune Online Edition*, november 8.
- KARPOFF, JONATHAN M. [2001]: The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, Working Paper, augusztus 18.
- KERRY, JOHN ÉS HANK BROWN SZENÁTOR [1992]: A Report to the Committee on Foreign Relations, United States Senate, 102d Congress, 2. Session, Senate Print 102–140., december.
- KLEIN, APRIL [1998]: Firm Performance and Board Committee Structure, *Journal of Law and Economics*, április, 275–303.
- LANGLEY, MONICA [2005]: Course Correction - Behind Citigroup Departures: A Culture Shift by CEO Prince, *Wall Street Journal*, augusztus 24., A1.
- MACEY, JONATHAN R.; O’HARA, MAUREEN [2003]: The Corporate Governance of Banks, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, április, 91–107. o.
- MORCK, RANDALL–NAKAMURA, MASZAO [1999]: Banks and Corporate Control, *Journal of Finance*, február, 319–339.
- MURRAY, ALAN [2006]: Corporate-Governance Concerns are Spreading, and Companies Should Take Heed, *Wall Street Journal*, április 12, A2.
- NEGISI, MAJUMI [2004]: Citibank Japan Ordered to Close Four Offices Over Legal Breaches, *The Japan Times*, Japan Times Online, 2004. szeptember 18.
- OECD [2004]: *OECD Principles of Corporate Governance*, Párizs, Franciaország.
- Office of Federal Housing Enterprise Oversight [2004]: OFHEO Report: Fannie Mae Façade, Fannie Criticized for Earnings Manipulation, Press Release, május 23.
- PILCH, PHYLLIS [2005]: NYSE Rules Divide Bank, Investors, *Wall Street Journal*, december 21., B2A
- PricewaterhouseCoopers [2004]: Financial Institutions Fall Short of Reaping the Strategic Advantages of Corporate Governance, Hongkong, április 6. [http://www.pwchk.com/home/eng/pr\\_060404.html](http://www.pwchk.com/home/eng/pr_060404.html)
- PricewaterhouseCoopers and the Economist Intelligence Unit [2004]: április.
- RENDELL, EDWARD G. [2006]: Commonwealth of Pennsylvania, Governor Rendell Sign Senate Bill 595, News Release, február 10., <http://www.state.pa.us/papower/cwp/view.asp?A=11&Q=449844>
- Report of the Special Examination of Fannie Mae [2006]: Office of Federal Housing Enterprise Oversight, május.
- RILEY, CLINT [2006]: Citigroup Gets Higher Grades for its Corporate Governance, *Wall Street Journal*, március, 18–19. o., B3.
- RILEY, CLINT [2006]: Citigroup Is Cleared to Pursue Deals, *Wall Street Journal*, április 5., C3.
- SAMOR, GERALDO [2005]: Citigroup Parts Ways with Manager in Brazil, Dantas, Focus of Dispute, Ran Bank’s Private Equity; Cleaning up Ethical Issues, *Wall Street Journal*, március 11., C3.
- SHLEIFER, ANDREI; VISHNY, ROBERT W. [1997]: A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, No. 2., 737–783. o.

- SIROTA, DAVID; JONATHAN BASKIN [2004]: Follow the Money: How John Kerr Busted the Terrorists' Favorite Bank, *Washington Monthly*, szeptember, <http://www.washingtonmonthly.com/features/2004/0409.sirota.html>
- TAYLOR, EDWARD; BIGGADIKE, OLIVER [2005]: Germany Won't Charge Citigroup Bond Traders, *Wall Street Journal*, március 22., C3.
- THURM, SCOTT; LUBIN, JOANN S. [2005]: Peter Drucker's Legacy Includes Simple Advice: It's About People, *Wall Street Journal*, november 14., B1.
- United States Government Accountability Office [2005]: Industrial Loan Corporations: Recent Asset Growth and Commercial Interest Highlight Differences in Regulatory Authority, GAO-05-621, szeptember.
- Year-end Accounts: Antonio Fazio, Governor of the Bank of Italy, Resigns. About Time. *The Economist*, 2005. december 25., 98. o.

KIRÁLY JÚLIA–MÉRŐ KATALIN–SZÁZ JÁNOS

# Vállalatvezetési problémák a korai magyar bankrendszerben

**Ha tanulni tudunk a vállalatirányítás, pontosabban a felelős bankirányítás fejlődéséből, akkor nagyobb az esélyünk, hogy ugyanazokat a hibákat még egyszer nem követjük el. Az 1987 utáni, meglehetősen rövid magyar banktörténelem számos olyan esettel szolgál, amelyen – mint „állatorvosi lovon” – a felelős vállalatirányítás hiánya, pontosabban, a vezetés által elkövetett hibák kimutathatók. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottságnak a közelmúltban megjelent irányelvi mentén két tipikus bankvezetési gyakorlatot mutatunk be. Az egyik esettanulmány a korabeli nagy állami bankok számos stílusjegyét viselő általános bankra, a másik egy már eltűnt, nagy lakossági bankra, a Postabankra vonatkozik.**

## BEVEZETÉS

2006. februárjában jelent meg a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság legfrissebb ajánlása a bankok vállalatvezetési elveiről (BIS, 2006)<sup>1</sup>. Az alábbi két esettanulmány jobb megértése érdekében nem árt röviden összefoglalni ezeket az alapelveket.

1. Az igazgatóság tagjainak felkészülteknek kell lenniük, hogy tisztán kell lássák a vezetésben betöltött saját szerepüket, és képesek legyenek a bank ügyeivel kapcsolatos, egyértelmű állásfoglalásra.
2. Az igazgatóságnak kell áttekintenie és jóváhagynia a bank stratégiai céljait és értékeit. Ezeket megfelelően kell érvényesítenie a bank egész szervezetében.
3. Az igazgatóságnak a felelősség és az elszámoltathatóság átláthatóságát kell biztosítania.
4. Az igazgatóságnak kell megoldania, hogy a bank felső vezetése a banki stratégiával összhangban működjön.
5. Az igazgatóság és a felső vezetés hatékonyan felhasználja a belső és külső auditor, valamint a külső ellenőrök (felügyelet) munkájának eredményeit.
6. Az igazgatóság biztosítja, hogy a bankban megvalósuló ösztönzési-bérezési rendszer összhangban legyen a vállalati kultúrával, a hosszú távú célokkal és a stratégiával.
7. Egy bankot mindenkor átláthatóan kell irányítani.
8. Az igazgatóságnak és a felső vezetésnek tisztában kell lennie a bankműködés struktúrájával, minden speciális körülményt is figyelembe véve („ismerd meg felépítésedet” alapelv).

1 A „corporate governance”, azaz a (felelős) vállalatirányítás fogalmáról, a korábbi irányelvekről és az általános magyar banki gyakorlatról jó áttekintést ad CZAJLIK–SZOMBATI [2004] vagy a Szemle jelen számában GUP [2007], 1. o.

Megkönnyítheti a dokumentumban megfogalmazott alapelvek átültetését a hazai gyakorlatba, ha megvizsgáljuk, mennyiben érvényesültek ezek az elvek a „régmúltban”, azaz a konszolidáció előtti magyar bankokban. Olyan „mintabankokat” választottunk, amelyek ma már nincsenek közöttünk: a konszolidáció, a privatizáció és az összeolvadások az eredeti bankokat lényegében már „kitisztították” a magyar piacról.

Két történetet választottunk ki. Az első esettanulmány nem köthető egyetlen konkrét bankhoz sem: az SOS-bankról<sup>2</sup> szól. Mint közismert, az 1987-es bankreform során a Magyar Nemzeti Bank főosztályaiból három „megabank” jött létre, a Magyar Hitelbank, az Országos Kereskedelmi és Hitelbank, valamint a Budapest Bank. Ezen bankok mindegyike megszenvedte a átalakulási válságot: portfóliójuk a kilencvenes évek elejére oly mértékben romlott le, hogy csak jelentős állami segítséggel (portfóliócserevel és feltőkésítéssel) tudtak életben maradni. Később mindhárom bankot privatizálták, kettő közülük össze is olvadt. Nyugodtan állíthatjuk, hogy a mai Budapest Bank, illetve a K&H Bank már távolról sem emlékeztet esettanulmányunk „hősére”.

A másik esettanulmány főszereplője egy retailbank, amelyet ma már szintén hiába keresnénk a magyar bankpiacon: ez a valaha volt Postabank. 1998-ban, a teljes tőkevesztés után szintén az állam konszolidálta (tőkeemeléssel), majd 2003-ban privatizálta, és 2004-ben a vevő Erste Bank beolvasztotta.

Vizsgálódásunk alanyai tehát már nem léteznek – történetük, működésük és kudarcuk azonban maradandó tanulsággal szolgál. Ebben a tanulmányban – a történetek nagyon rövid összefoglalása után – elsősorban azt mutatjuk meg, mely vállalatvezetési alapelveket sértették meg működésük során, és miként járult ez is hozzá a bankok kudarcához.

## **1. A NAGY UTÓDBANK: EGY ÁLLAMI TULAJDONÚ, DÖNTŐEN VÁLLALATFINANSZÍROZÁSSAL FOGLALKOZÓ UTÓDBANK, AZ SOS BANK TEVÉKENYSÉGE**

### ***1.1. A vállalatirányítási hibák kialakulásának háttértörténete***

A kétszintű bankrendszer kialakítását 1987-ben az MNB ágazati tagozódású szervezetre alapozták.<sup>3</sup> Így az MNB bázisán létrehozott három kereskedelmi bank közül az egyik portfóliójába elsősorban iparvállalatok, a másikéba elsősorban mezőgazdasági és élelmiszeripari vállalatok, míg a harmadikéba döntően energetikai és szolgáltató vállalkozások kerültek<sup>4</sup>. Az ügyfelekkel együtt kapták a kereskedelmi bankok az induló hitel-

2 Az SOS nevet az eredetileg angol nyelven írott esettanulmányból őriztük meg, annak másodlagos jelentése miatt. Az SOS Bank elnevezés a State-owned Successor Bank – magyarul állami tulajdonú utódbank – betűszava. Az SOS Bank nem azonosítható a kétszintű bankrendszer kialakításakor létrehozott utódbankok egyikével sem, hanem azok működésének jellegzetességeiből gyúrták össze. Magán viseli az időszak legtöbb azonosítható governance hibáját, ugyanakkor működése összességében nagyon hasonló az állami nagybankok tényleges működésére.

3 A kétszintű bankrendszer kialakulásának előtörténetéről és történetéről lásd: ANTAL–SURÁNYI [1987], BONIN–SZÉKELY [1994], VÁRHEGYI [2002] és [2004].

4 Az MNB-ről leválasztott kereskedelmi bankok eleinte csak vállalatfinanszírozással foglalkozhattak. A lakossági üzletág beindítására csupán 1989-től volt lehetőségük, de akkortól is csak nagyon fokozatosan léptek be a lakossági bankszolgáltatások piacára.

állományukat is, ami az egyes bankok számlavezetési körébe tartozó vállalkozások fennálló (MNB által folyósított) hitelállományának összegeként adódott. A hitelek mind problémamentesként, száz százalékos historikus értéken kerültek át a kereskedelmi bankokhoz. A gyakorlatban az átadott banki portfóliók értéke nyilvánvalóan nem volt száz százalékos, hiszen korábban az MNB a hiteleket nem üzleti alapon, hanem a népgazdasági terv preferenciarendszerének megfelelően ítélte oda. Bár bizonyos gazdaságossági elemzéseket az MNB-nek is el kellett végeznie, és ezeket a hiteldöntések-kor figyelembe is vette, tevékenységéből hiányzott a hitelek minősítésének és céltartalékolásának<sup>5</sup> gyakorlata. A hiteleit visszafizetni nem tudó vállalatok helyzetét az állam rendezte – amely egyben a vállaltok tulajdonosa is volt –, állami alapjuttatással vagy az adósság elengedésével. Ha nem ez történt, akkor az MNB prolongálta a hiteleket, vagyis a hitelezési veszteségek az egyszintű bankrendszerben nem realizálódtak.

Induló helyzetben a hitelállományhoz (az eszközök nagyságához) rendelték hozzá a bankok forrás szerkezetét. Azaz, a bankok alaptőkéjét az eszközök által meghatározott mérlegfőösszeg és a 4%-os tőkeáttételiráta-követelmény figyelembe vételével határozták meg, a bankok induló betétállományát pedig a számlavezetésre hozzájuk „osztott” vállalkozások betétállománya adta ki. Az eszköz- és forrásoldal között fennmaradó, jelentős különbséget a jegybanki refinanszírozási hitel töltötte ki. Ez utóbbinak a szerepe annál nagyobb volt az egyes bankok finanszírozási szerkezetében, minél rosszabb betét-hitel arányt felmutató ügyfelek kerültek a bankhoz. A három mesterségesen kialakított nagybank induló forrásai között rendre 37, 59, illetve 74%-ot képviselt a jegybanki refinanszírozás aránya.

A bankok alapítója az állam volt, de a bankok ügyfélkörébe tartozó vállalkozások is lehetőséget kaptak arra, hogy bankrészvényt jegyezzenek. Így az újonnan alakuló bankok tulajdonosi körében már az induláskor is 10–15 százalékkal részesedtek a bank által finanszírozott vállalatok. A kétszintű bankrendszer működésének első néhány évében ez a tulajdonosi arány számottevően tovább nőtt, mivel a bankok tevékenység-bővülésének tőkefedezetét adó, pótlólagos részvénykibocsátásokban az állam nem vett részt, azt gyakorlatilag a bankokhoz erősen kötődő vállalatok finanszírozták. Nem volt ritka az sem, hogy a részvényjegyzéshez a bank hitelt nyújtott a vállalatnak.

A bankok vezető testülete és ügyintézői döntően az MNB személyi állományából kerültek ki. Itt volt meg leginkább a banki tevékenységhez szükséges szakértelem, de – mivel az MNB nem üzleti alapon működött, és egyáltalán nem kezelt kockázatokat –, elmondható, hogy a bankokat megfelelő szakmai háttérrel rendelkező vezetők és alkalmazottak nélkül alapították. A bankok igazgatóságának külső tagjait részben a tulajdonos államot képviselő minisztériumok, részben pedig a részvényes vállalatok jelölték ki.

A gazdasági környezet alapvetően nem piaci jellegével és a szabályozók banktechnikai ismereteinek hiányával összhangban, a bankok szabályozása sem felelt meg a prudens bankszabályozásra vonatkozó sztenderdeknek. Így például a kamatjövödelmek tartalmazták a be nem folyt kamatokat is, ami a banki eredménykimutatásokat tette tel-

5 A következőkben a céltartalékolás, tartalékolás, értékvesztés-elszámolás, valamint a tartalék-, céltartalék-, elszámolt értékvesztés hiánya kifejezéseket szinonimaként használjuk.

jesen megbízhatatlanná. Nem voltak előírások a belső hitelekre, és a nagyhitelszabályozás is csak az egy hitelfeltevőnek nyújtható hitelösszeget korlátozta a banki tőke 50%-ában.

Már önmagában a kétszintű bankrendszer kialakításának sajátosságai és induló helyzete is több beépített vállalatirányítási problémát vetett fel. Ezek közül kiemelten fontosak a következők:

**Ágazathoz kötöttség.** A banki portfóliók erős ágazati koncentrációja egyben az ágazati lobbihoz kötődést is jelentette. A bank sikerességének sokszor könnyebb és hatékonyabb útját jelentette az ágazat képviselőihez csatlakozó érdekérvényesítés, mint a következetes, prudens hitelezés. Ráadásul, mivel a meghatározó ágazat jelentősebb vállalatai egyben a bank tulajdonosai is voltak, ezek a lobbik a bankok igazgatóságában is képviseltették magukat, ezzel is fokozva az ágazati kötöttség erősségét és a bank lobbierdekeltségét.

**Morális kockázat (moral hazard) a hitelezésben** a tartalékok és a tőke hiánya miatt. A hitelek induló állományának problémamentes (száz százalékos) értéken való kimutatása és a bankok tőkeszintjének a szabályozás előírta minimális szinten való meghatározása eleve illúzióvá tette a reális hitelminősítési és tartalékolási gyakorlatot. Így sem a képzett tartalékok nem adtak fedezetet a várható veszteségekre, sem a tőke nem volt képes veszteségelnyelő pufferként funkcionálni. Ez egyben morális kockázatot is jelentett a későbbi hitelnyújtások szempontjából, hiszen ha a reális hitelértékelés és prudens működés eleve nem jelenhet meg követelményként a banki menedzsment előtt, akkor a prudens működéssel szemben felértékelődnek az egyéb motivációk.

**A torz forrászerkezetből fakadó problémák.** A lakossági betétgyűjtés lehetőségének hiánya, párosulva a jegybanki források domináns szerepével, azt eredményezte, hogy a bankok hitelezési tevékenysége erősen függött az adott bank jegybankkal szembeni alkupoziációjának erősségétől.

**Az ügyfelek tulajdonosi szerepéből fakadó érdekkonfliktusok.** A bank ügyfeleinek elsődleges érdeke, hogy hozzájussanak a hitelekhez, ami nagyban különbözik a tulajdonosnak a bank lehető legjobb működésében való érdekeltségétől.

**Az igazgatóság összetételéből fakadó érdekkonfliktusok.** Az, hogy a tulajdonos vállalatok nemcsak a közgyűlésen, de az igazgatóságban is rendelkeztek képvisellel, még súlyosabbá tette az ügyfélérdek megjelenítéséből fakadó érdekkonfliktust. Az állami tulajdont képviselő igazgatósági tagok – általában minisztériumi főosztályvezetők – nem voltak (nem is lehettek) jártasak banki kérdésekben. A banki igazgatósági tagság kiemelkedő jövedelmet biztosított az érintett tisztviselőknek, így azok legfontosabb érdeke a tagság megőrzése volt. Ennek biztosítéka nem a bank lehető legjobb működése, hanem a bank menedzsmentjével, illetve a kinevezésben szerepet játszó állami vezetőkkel való jó kapcsolat volt. (A többségi állami tulajdon mellett a tulajdonos vállalatok képviselői is csak az állami szavazatok segítségével kerülhettek be az igazgatóságba.)

**A szabályozás hibáiból fakadó morális kockázatok.** Ha a be nem folyt kamat teljes egészében jövedelmet növel, akkor a kimutatott banki jövedelmezőség független a tényleges banki jövedelmezőségtől. Ebben a helyzetben könnyű sikeresnek mutatkozni. Ráadásul, mivel a mozgóbérek kifizetése általában a jövedelmezőségi célok eléréséhez kötött, a bankmenedzsment nem volt érdekelt – esetenként kifejezetten ellenérdekelt



volt – a prudens működésben. Ezt a hatást csak fokozta, hogy a nem realizált eredmény terhére az állam csinos jövedelemadó- és osztalékbevételekre tett szert, ezáltal a tulajdonost képviselő, állami tisztviselők még inkább felmentve érezhették magukat a jó működésért vállalt felelősség alól. Sőt, az állam bevételeinek maximalizálásához éppen a be nem folyt kamatbevételek maximalizálásának támogatásával tudtak a legnagyobb mértékben hozzájárulni. Ez a rendszer a vállalkozások közül leginkább a nagy hitel-igénnyel és lobbierővel rendelkező nagyvállalatoknak kedvezett, amelyekről nagy tömegű kamatbevételt lehetett várni. A vállalatok kontroll nélküli hitelezését segítette, hogy a vállalati csőd és felszámolás gyakorlatilag ismeretlen volt, a nem fizető vállalkozások korlátlanul görgethették adósságaikat, ha a partnereik hajlandónak mutatkoztak a nemfizetés ellenére is kapcsolatban maradni velük. Az állami nagyvállalatok esetében – azok gazdasági erejéből, beépültségéből következően – a nemfizetés jellemzően nem okozta a gazdasági kapcsolatok leépítését, ehelyett a vállalati szektorban extenzív körbeartozás alakult ki. A nem realizált jövedelmek tényleges jövedelemként való kimutatásában tehát egyaránt érdekelt volt a bank menedzsmentje, a tulajdonos állam, az államot képviselő banki igazgatósági tagok, valamint a gazdaság meghatározó erejét adó nagyvállalati kör. A belső hitel fogalmának hiánya és a nem igazán korlátozó nagyhitel-szabályozás pedig a vállalati tulajdonosok és az államnak fontos vállalkozások nagy volumenű hitelezését eredményezte.

### ***1.2. Az SOS Bank megalakítása és első évei***

Az SOS Bank alaptőkéjét 85%-ban a magyar állam, 15%-ban pedig 50 gazdálkodó szervezet jegyezte. A bank 1987-es induló hitelportfóliójának mintegy 80%-át tették ki az energetikai és bányászati (zömmel szénbányászati) nagyvállalatoknak nyújtott hitelek. A fennmaradó részt néhány ipari nagyvállalat és számos közepes méretű vállalkozásnak nyújtott hitel adta. Ezen a portfóliószegmensen belül az élelmiszeripari vállalatok szerepe volt meghatározó.

A bank tevékenységbővítésének tőkekorlátai már az első működési évben kiéleződtek, így első tőkeemelését már 1987 második félévében meghirdette, ami – az akkori konjunktúrának és az új bankokba vetett, általános bizalomnak megfelelően – sikeres is volt. A bank alaptőkéjében így már év végére 60%-ra csökkent az állami részesedés. A következő két évben azonban egyre nehezebbé vált a működéshez elengedhetetlenül szükséges tőkeemelés lebonyolítása, így vált általánossá, hogy a tőkeemelés az SOS Bank által nyújtott hitelből valósult meg. A tőkeemelések következtében az állam 1988 végére kisebbségi tulajdonossá vált, 1989 végére tulajdoni részesedése 35%-os. Az igazgatóságban az SOS Bank alapításakor a vezérigazgató és két helyettese mellett külső tagként 7 fő képviselte az államot (elsősorban pénzügyminisztériumi és ágazati minisztériumi tisztviselők), 3 pedig a részvényes vállalatokat. A bank vállalati tulajdonosai folyamatos nyomást gyakoroltak a bank állami tulajdonosi képviselőire és a menedzsmentre egyaránt, annak érdekében, hogy ők is képviselthessék magukat az igazgatóságban. Ennek eredményeként már az első működési évet lezáró, 1988-as közgyűlésen 16 fősre emelték a korábban 13 fős igazgatóság létszámát, a plusz helyeket az újonnan tulajdont szerzett vállalatok képviselőivel töltötték be. Az igazgatósági tagság-

hoz kötött tőkeemelés általánossá válása és az igazgatóságok létszámának kezelhetetlen szintre való növekedése szabályozói reakcióként kiváltotta a társasági törvény módosítását: eszerint az igazgatóságok létszámát 1989 végéig legfeljebb 11 főre kellett csökkenteni. Bankunk esetében ez úgy történt, hogy a menedzsment két képviselője mellett ötöt jelölt a tulajdonos állam, négyet pedig a tulajdonos vállalatok. A vállalati képviselők nagyobb részben a bank által elsődlegesen finanszírozott energetikai- és bányavállalatok vezetői közül kerültek ki, de helyet kapott közöttük egy élelmiszeripari vállalat vezérigazgatója is. Ők nemcsak saját vállalatuk zavartalan hitelezésének biztosítását tartották fontosnak, hanem azt is, hogy a bank üzletpolitikájában kiemelt hangsúlyt kapjon az ágazatuk működéséért, finanszírozásának biztosításáért viselt felelősség.

A bank ágazati kötöttsége működésének első néhány éve alatt folyamatosan erősödött. Ennek egyik oka a bankok és a vállalkozások összefonódása, a kereszttulajdonlás rendszerének általánossá és nagy mértékűvé válása volt. De szerepet játszott az is, hogy a kibontakozó általános gazdasági recesszió közepette jelentősen csökkent a vállalatok hitelvisszafizetési képessége, ami végképp illuzórikussá tette, hogy a bankok hitelezési veszteségeiket prudens értékelési, tartalékolási és tőkeallokációs magatartással, saját erőből rendezzék. A legjobb megtérülést az hozta a számukra, ha az ágazatnak nyújtott, lehető legnagyobb állami támogatás kiharcolásában segítették az ügyfeleiket. A vállalatok helyzetének stabilizálására tett lépések közé sokszor a bankok hitel/tőkekonverziója is hozzátartozott, ennek következtében a bankok a meghatározó ágazat vállalatainak nemcsak meghatározó hitelezői, hanem sokszor meghatározó tulajdonosai is lettek.

Ez az ágazati kötöttség annyira erős volt, hogy az SOS Bank vezetése természetesen találta: a bank helyzetét az ágazati lobbierő maximalizálásával hatékonyan tudja javítani. Így, amikor 1987 második félévében a vállalatok előtt megnyílt a szabad bankválasztás lehetősége, a pénzügyet az egyetlen eredendően nem hozzá leosztott bányavállalatnak is kedvező finanszírozási ajánlatot tett, és ezzel elcsábította korábbi számlavezető bankjától, amivel – a már akkor is válságágazatnak számító – magyar szénbányászat száz százalékos finanszírozójává vált.

Bár a bank nem rendelkezett átfogó adós- és követelésminősítési rendszerrel, működésének első éve után becslései szerint a hitelállomány mintegy egyharmadának megtérülése volt kétséges. Ezzel együtt (nagy részben a be nem folyt kamatok jövedelemként való elszámolásának hatására) az első üzleti évét kimagaslóan magas jövedelmezőséggel, 60%-os ROE-vel és 4%-os ROA-val zárta. Az akkori előírásoknak megfelelően eredménye 20%-ából képezhetett adózás előtt céltartalékot, ami a becsült kétes hitelállománynak mindössze 4%-át tette ki. A fennmaradó 80% képezte az adó- és az osztalékfizetés alapját.

Az így képzett céltartalék háromnegyedét bankunknak már a következő évben – három állami bányavállalat adósságrendezése kapcsán – le kellett írnia. A bányák Magyarországon eleve csak addig tudtak gazdaságosan működni, amíg olyan állami árszabályozás vonatkozott rájuk, amely automatikusan fedezte a költségeiket. Ez a szabályozás éppen a kétszintű bankrendszer működésének második évében szűnt meg, ennek következtében a hatalmas adósságállománnyal rendelkező bányavállalatok helyzete kilátástalanná vált. Persze, bankunk továbbra is nagy nyereséget realizált a bányák finanszírozásán, hiszen a be nem folyt kamatokat még a lejárt hitelekre kirótt büntetőkama-

tok bevétele is növelte, azonban az összegek nagyságrendje miatt ez már likviditási feszültséget is okozott a banknak. Erre hivatkozva, átmenetileg az MNB-től lehetett pótlólagos refinanszírozáshoz jutni, de a halmozódó problémákat nem lehetett a végtelenségig görgetni. Az állami tulajdonú bányavállalatok adósságrendezésére egy olyan alku-folyamatban került sor, amelyben az állam azt szerette volna, ha a hatalmas nyereség mellett működő bank vállalja a veszteségek leírásának zömét, míg a bank a tulajdonos állam maximális szerepvállalását szorgalmazta. Az eredmény olyan kompromisszumos megoldás lett, ahol a hitelek felének megfelelő összeget az állam odaadta a bányáknak, a többit a bank három év alatt folyamatosan írta le. Azokat a leírandó veszteségeket, amelyekre a bank tartalékai nem adtak fedezetet, az MNB átmeneti refinanszírozási hitel nyújtásával finanszírozta. Az adósságrendezésnek ez a folyamata sem a vállalatok, sem a bank működőképessége szempontjából nem volt hatékony. A vállalatoknak csak a pillanatnyi adósságát rendezte, és nem előzte meg annak újratermelődését. A bank pedig még legalább három évre beleragadt a vállalatok finanszírozásába, ezzel további potenciális veszteségeket vállalt magára.

Tipikusnak tekinthető annak a vidéki építőipari nagyvállalatnak az esete is, amelynek finanszírozásáért az SOS Bank egyik fiókjá volt felelős. Itt a vállalat reorganizációjához a banknak nem kellett tartalékokat felhasználnia, de mind a saját, mind a vállalat lobbijére itt is nagyban támaszkodott. A cég olyan tipikus szocialista nagyvállalat volt túlméretezett kapacitásokkal, elavult termelési szerkezettel, amelyet csak a minőségi igényeket egyáltalán nem támasztó és költségérzéketlen állami lakásépítési program tudott életben tartani. Ahogyan ez visszaesett, a vállalat helyzete úgy romlott. A vállalat válsághelyzete már az SOS Bank megalapításakor nyilvánvaló volt, hiszen az állami adósságrendezés folyamatát még az egyszintű bankrendszer utolsó évében, az MNB részvételével kezdte meg a tulajdonos állam. A vállalat hitelállománya természetesen még ez esetben is 100%-os értéken került a bankhoz. Az SOS Bank, a többi hitelezővel és az állammal is megállapodva, már működésének első hónapjában egyéves haladékot adott a vállalatnak abból a célból, hogy kidolgozzon egy működőképes reorganizációs programot. A program lényege a fölösleges ingatlanok (irodaház, munkásszállás, sportpálya, oktatási központ) értékesítése és a túlméretezett kapacitások leépítése volt. Az ingatlanok nem voltak igazán piacképesek, azokat többnyire költségvetésből finanszírozott szervezetek vették meg, és ehhez bankhitelre volt szükségük. A munkásszállást például a város egyeteme vásárolta meg kollégiumnak, az irodaházat a Pénzügyminisztérium a frissen felállított regionális adóhivatal székházának. A bank az egyetemet és a minisztériumot egyértelműen jobb adósnak tartotta a vállalatnál, így szívesen finanszírozta a tranzakciót. A túlméretezett kapacitások leépítése nem az alapvető-kenységhez kapcsolódott, hanem például a vállalat eladta a számítástechnikai központját, és a vevőtől szükségletei szerint megrendelte a korábban a tulajdonát képező kapacitásokon való szolgáltatást. A vásárlást szintén az SOS Bank finanszírozta, de mivel a létrejövő számítástechnikai cég kisebb és alacsonyabb költséggel működő vállalat volt, bízott annak életképességében. Ezek a lépések nem voltak elegendőek a vállalat adósságrendezéséhez és túléléséhez, úgyhogy a bank – a vevők finanszírozása mellett – további hitelt is nyújtott az immár karcsúbb és életképesnek gondolt vállalatnak. Az adósságrendezés átmenetileg sikeresnek látszott, de nem oldotta meg a vállalat alapvető prob-

lémáját, az a tovább szűkülő piac mellett túlméretezett és elavult termelőkapacitásokkal működött. A bank a reorganizáció végén, bár jóval kisebb mértékben, de továbbra is hitelezett egy életképtelen vállalatot, továbbá hitelezőjévé vált egy sor olyan intézménynek, amelynek a hitelvisszafizetése implicit módon államilag garantálnak látszott.

A vállalati adósságrendezés kapcsán bemutatott folyamatok tükrében nem meglepő, hogy a bank legfőbb érdeke az extenzív hitelezés volt, ezáltal olyan gazdasági pozíciók kiépítése, amelyek gazdasági és politikai hatalmat, valamint a lehető legjobb alkupozíciót biztosítják a számára. Így, míg az 1987–90 közötti időszakban a magyar GDP számottevően visszaesett, az SOS Bank tevékenysége bővült, jövedelmezőségére pedig továbbra is az 50–60%-os sávban mozgó ROE és a 4% körüli ROA volt a jellemző. Ebben a helyzetben a tartalékok felhasználásának célja sem a már nyilvánvalóan behajthatatlan kintlévőségek leírása, hanem a fizetéképtelen nagyvállalatok állami adósságrendezésébe bevonandó állami pénzeszközök maximalizálása volt. Ezt a jelentéset az állami szabályozás is ösztönözte azzal, hogy 1989-ben és 90-ben az egyre romló költségvetési egyensúly javítása érdekében megszüntette az adózás előtti céltartalékozás lehetőségét.

Bár a behajthatatlan hitelek görgetése jó üzlet volt bankunknak, az általános gazdasági visszaesés közepette kibontakozó monetáris restriktió (az MNB által biztosított refinanszírozási lehetőségek korlátozása) és a vele együtt járó, folyamatos likviditási problémák, valamint a visszafizetési kényszer hiánya miatt folyamatosan magas vállalati hitelkereslet rákényszerítette, hogy szelektálja a beérkező hiteligényeket. Ennek eszközüül bankunk 1989-ben (vagyis működése harmadik évében) kidolgozta azt az adósmínősítési rendszerét, amelynek alapján finanszírozási limitet rendelt az egyes vállalkozásokhoz. Az adósmínősítés kizárólag kvantitatív elemekből állt, hiszen a korábbi túlzott szubjektivitást szerette volna ellensúlyozni, így annak alapját a bankok mérlegéből számított mutatók képezték. Tudni kell azonban, hogy a vállalatokra vonatkozó számviteli információk ugyanúgy nem adtak reális képet azok helyzetéről, mint a banki adatok a bankokéről. Nem véletlen, hogy miközben a vállalatok a hiteleket egyre nagyobb arányban nem fizették vissza, a minősítési rendszer első próbafuttatása szerint a bank által finanszírozott vállalatok 70%-a került a legjobb adóskategóriába. A gyakorlatban a limitek meghatározása egy mátrix mentén történt, ahol az adósmínősítést korrigálták egy ágazati szorzóval, ami a bank számára fontos ágazatok vállalatainak magasabb limiteket adott, mint a kevésbé fontos ágazatok vállalatainak. Így történhetett, hogy a válságágazatnak számító, rossz hitelvisszafizetési képességű bányászati és élelmiszeripari vállalatok az új rendszer bevezetése után is az SOS Bank kiemelt ügyfelei maradtak, a hitelezés ágazati koncentrációja érdemben nem csökkent, a diverzifikációból fakadó kockázatmérsékléssel a bank egyáltalán nem élt.

A fentieknek megfelelően, ha az SOS Bank első öt évét a corporate governance-ra vonatkozó bázeli elvek (Basel Committee 2006) alapján próbáljuk megítélni, első ránézésre egyszerű a feladatunk: azt mondhatjuk, hogy a bank vezető testületeire és operatív vezetésére vonatkozó alapelvek egyike sem teljesült. Persze, ez túlon túl sommás kijelentés, amely árnyalható.

A kétszintű bankrendszer megalakulásakor még nem létezett könyvvizsgálat, azt az állami vállalatok mérlegének hatósági ellenőrzése helyettesítette. Persze, nincs is olyan komoly auditor cég, amelyik a valóságos kép bemutatásától igen távol álló banki mérlegeket és eredménykimutatásokat jóváhagyta volna. És természetesen – sok más ok mellett – már a banki kimutatások alkalmatlansága a valóságos kép bemutatására is elegendő indok arra, hogy a bankokat nem lehet átlátható módon irányítani.

Az igazgatóság nyilvánvalóan nem lehetett felelős a bank pénzügyi stabilitásáért úgy, hogy ebbe a felelősségbe beleértendő a bank kockázati jellemzőinek ismerete is, hiszen a bank legalapvetőbb kockázata, a hitelkockázat sem volt még mérhető. De az igazgatóság összetételét sem annak érdekében határozták meg, hogy a bank tevékenységével kapcsolatos kollektív tudást birtokolja, illetve az állam képviselői nem voltak mentesek a politikai nyomástól, amikor például az állami vállalatok finanszírozási döntései kerültek eléjük, vagy amikor az osztalékfizetésre tettek javaslatot a közgyűlésnek. Ez a politikai nyomás általában indirekt volt, az állam erre a célra létrehozott szervezete, az Állami Vagyonügynökség nem hívta össze a bankok igazgatóságába delegált állami képviselőket, hogy egységes fellépésre ösztönözze őket.

### ***1.3. Az SOS Bank állami konszolidációja<sup>6</sup>***

A nyolcvanas-kilencvenes évek fordulóján kibontakozó makrogazdasági válság első éveiben a fentieknek megfelelően az a hamis illúzió alakult ki a bankok menedzsmentjében és vezető testületeiben, hogy a bankok kívül maradnak az általános recesszión, sőt, azzal, hogy ebben az időszakban is expanzívan hiteleznek, a rossz helyzetű vállalatoknál nagy volumenű hitel-tőke konverziókat hajtanak végre, aktív szerepük lehet a válság leküzdésében. Hogy megszűnjön ez az egyre nyilvánvalóbban hamis illúzió, ahhoz a bankok helyzetének reális értékelésére volt szükség, amit az 1991/1992-ben életbe lépett szabályozási csomag kényszerített ki<sup>7</sup>.

1992-ben az SOS Bank is újraminősítette kintlévőségeit, és a szabályozás fokozatos jellegének megfelelően, meg kellett képeznie az előírások szerinti céltartalékok legalább egyharmadát. Az újraminősítés kapcsán a bank menedzsmentjére két ellentétes ösztönzés hatott. Egyrészt ez az év volt az állami konszolidáció első lépését jelentő hitelkonszolidáció éve. Ennek megfelelően a bankvezetés érdekelt volt abban, hogy minél több hitelt rossznak minősítsen, és eladja az államnak. Az SOS Bank teljes hitelállományának 6%-át adta el 80%-os áron, a fennmaradó részt pedig veszteségként leírta. Ez az érdekeltség azonban nem volt egyértelmű. A bank vezetésének fontos volt

6 A konszolidációs folyamat részletes leírásáról lásd KIRÁLY-VÁRHEGYI [2003], BALASSA [1996], VÁRHEGYI [2002], [2004]. Itt magát a folyamatot nem ismertetjük részletesen, csak annak corporate governance vonatkozásait hangsúlyozzuk.

7 Ezt a szabályozási csomagot nem véletlenül nevezi a magyar banki szakzsargon „szabályozási sokkterápiának”, hiszen egyszerre vezette be a be nem folyt kamatok eredménykénti elszámolásának tilalmát, a nemzetközi normáknak megfelelő céltartalékolási és tőke megfelelési szabályok alkalmazását, valamint a körbetartozásokat megállító és a felszámolások számát megsokszorozó új csőd- és felszámolási törvényt. Előírták a nagykockázatokra és a belső hitelekre vonatkozó szabályokat, valamint tilossá vált a saját részvény vásárlásának banki finanszírozása is. 1992-től vált kötelezővé a bank mérlegének és eredménykimutatásának külső auditor általi átvilágítása is.

azt a képet kialakítani és erősíteni magáról, hogy a rossz hitelek okai nem a bank rossz tevékenysége, hanem a kétszintű bankrendszer örökségei. Ezért a rossz minősítés maximalizálási törekvése csak az egyszintű bankrendszerből örökölt hitelekre vonatkozott, a többi hitel esetében még mindig inkább a reálisnál jobb kép kialakításában volt érdekelt a pénzügyintézet, ezzel is hangsúlyozta saját szakértelmét, és növelte a várható prémium összegét. Ez a törekvés egybeesett a hitelezett vállalatok menedzsmentjének törekvésével, hiszen az ő megítélésük és prémiumuk a vállalat eredményességétől függött. Mivel a banki portfólió minősítése döntően a törlesztési késedelemtől függött, a bank megtehetette, hogy átütemezi a hitelt, és így elkerüli annak rossz besorolását, nem képez mögé províziót. A két ellentétes érdek eredőjeként az SOS Bank az 1992. évben az államnak nem eladott hitelei 4%-ának megfelelő céltartalékot képzett (a bank az adott évre vonatkozó profitmaximalizálási érdekének megfelelően, a lehetséges legkisebb mértékben, vagyis pontosan egyharmadában tett eleget a minősítés szerinti képzési kötelezettségének), és így saját tőkéje 5%-ának megfelelő veszteséggel zárta az évet, amire a korábbi évek látszatnyereségéből felhalmozott eredménytartaléka bőséges fedezetet nyújtott. Az SOS Bank ekkor – már a rossz hitelek állami kivásárlását követően – technikailag inszolvens volt, hiszen ha teljes mértékben megképezte volna a szükséges céltartalékot, akkor vesztesége meghaladta volna a tőkéjét. A megváltozott szabályozási környezetben ez az inszolvenca már látható, a bank mérlegéből egyértelműen kiolvasható volt.

Az adóskonzolidáció tanulságainak és kudarcainak felhasználásával 1993-ban és 1994-ben kibontakozó bankkonszolidációs program célja már egyértelműen a bank szolvenciájának állami tőkeemeléssel megvalósuló helyreállítása volt. A program első lépésének célkitűzése az, hogy a bankok az 1993 decemberében összehívott, rendkívüli közgyűlésükig tárják fel a tényleges helyzetüket. Ezekon a rendkívüli közgyűléseken az állam akkora tőkeemelést hajtott végre a bankokban, hogy azok tőkeegyelemlési mutatója enyhén pozitív legyen. A tőkeemelés következtében az állam az SOS Bank 85%-os tulajdonosává vált.

A konszolidáció folyamatában egy újfajta erkölcsi kockázat jelent meg. A bankok portfólióját teljes egészében újra kellett értékelni ahhoz, hogy a bankok tényleges tőkehiánya megállapítható legyen. Ez nem volt egyszerű feladat. Már a problémás portfólióelemek kiválasztása is nehéz volt, hiszen a bankok napi gyakorlatához tartozott a nemteljesítő hitelek meghosszabbítása, a rossz hitelek új hitelekkel való kiváltása, a hitel-tőke konverzió, stb. Ilyen körülmények között a problémás portfólió elkülönítésére és értékelésére leginkább a szakértői becslésen alapuló megközelítés volt alkalmas. Mivel a folyamat végén az állam nyúlt a zsebébe, a portfólió értékelése az államot képviselő Pénzügyminisztérium és a bankok egyetértésével történt. Mivel azonban ehhez sem a bankoknál, sem a minisztériumban nem volt kellő szakértelem, elvileg az intézmények közötti alku- és konszenzusteremtési folyamat során határozták meg a portfólió – és így az állami tőkejuttatás – értékét. A gyakorlatban az állam szinte szabad kezét adott a bankoknak a tőkehiány meghatározásában.

Az SOS Bank a „minél rosszabb, annál jobb” taktikáját folytatta a konszolidáció során. A bank portfólióját a lehető legrosszabbnak feltüntetve lehetett a legtöbb állami pénzhez hozzájutni. Ráadásul úgy, hogy a folyamatban a bank menedzsmentjének és

vezető testületeinek felelőssége fel sem merült. A szinte korlátlanul nyújtott állami pénzek (túlkonzolidáció) azután megteremtették a következő egy-két év kényelmét, amennyiben a nyereséges bankműködésnek továbbra sem volt előfeltétele a prudens működés, a céltartalékok felszabadításából származó nyereséggel el lehetett fedni a banküzem hiányosságait. Ez azonban már csak átmeneti lehetőség volt a bank számára. Az 1993. decemberi rendkívüli közgyűlésen az SOS Bank beszámolójában a tőkéjét közel háromszorosán meghaladó veszteséget mutatott ki. A veszteség az előző évihez képest nyolcszorosára növekedett céltartalékképzés következtében alakult ki. Még ha figyelembe vesszük, hogy az előző évben csak a kimutatott szükséglet egyharmadát kellett megképezni, és a portfólió veszteségei az év során ténylegesen tovább növekedtek, akkor is igen látványos a két év banki céltartalékolási gyakorlata közötti különbség. A bank menedzsmentjének és vezető testületeinek kognitív disszonanciáját jól mutatja, hogy az SOS Bank belső és nyilvános jelentéseiben a bank helyzetének megítélésekor soha nem a veszteség volt a központi kategória, hanem az úgynevezett üzleti eredmény, vagyis a céltartalékképzés előtti eredmény. Ha ez jól alakult, akkor a bank igazgatósága, felügyelő bizottsága és menedzsmentje is elégedett volt. Márpedig 1993-ban az üzleti eredmény számottevően nőtt, úgyhogy a menedzsment és a dolgozók is megkapták éves prémiumukat, bár a korábbi évekhez képest valamelyest csökkentett mértékben.

A konszolidációs időszakban az állam az ellenőrzésnek két eszközével élt. Egyrészt az új tulajdonosi struktúrának megfelelően átalakította a bankok vezető testületeit, jelentős állami képviselettel. Ez azonban továbbra sem volt az állami kontroll hatékony eszköze, hiszen a konszolidáció következtében nem nőtt meg az államapparátusban a bankokhoz értő tisztviselők száma, ráadásul a kiválasztás feltétele továbbra sem a hozzáértés volt, hanem inkább „jutalomnak”, jövedelemkiegészítésnek számított, ha valaki az államot képviselő banki vezető tisztségviselő lett.

Másrészt az állam konszolidációs szerződést kötött az érintett bankokkal. Ez két részből állt. A szerződésben a bankok kötelezettséget vállaltak arra, hogy részt vesznek az 1994-ben előírt adóskonszolidációban, illetve vállalták, hogy kidolgoznak egy úgynevezett konszolidációs programot, amelyet a tulajdonos állam elfogad. A program tulajdonképpen egy olyan hároméves stratégiai terv volt, amely bemutatta, hogy a bank miképpen tudja fenntartani stabilitását, mit fog tenni a prudens és jövedelmező gazdálkodás érdekében, és hogyan fogja ennek támogatására belső működési- és kontrollfolyamatait átalakítani. A konszolidációnak megfelelően, az SOS Bank 1994. évét az adóskonszolidáció, valamint – a programot elfogadó, és a 8%-os tőke megfelelési rátát biztosító, további tőkeemelésről döntő májusi közgyűlés előtti időszakban – a konszolidációs program kidolgozása határozta meg.

Az adóskonszolidáció során az SOS Bank felvette a kapcsolatot azokkal az ügyfeleivel, akiknek a hiteleit rossznak minősítette, és felszólította őket, hogy dolgozzák ki a vállalat reorganizációs programját. Ennek elfogadásához a bank és a Pénzügyminisztérium együttműködésére volt szükség, hiszen a banki hitelelengedés és hitelátütemezés mellett sokszor adó-, vám- és társadalombiztosítási bevételek elengedéséről is dönteni kellett. A Pénzügyminisztérium alacsony szinten, a felelősséget középvezetői szintre delegálva és minimális erőforrás-ráfordítással kezelte az ügyet, ami növelte a bank játékerét. Az SOS Bank így a hozzá kötődő vállalkozások esetében megint csak az álla-

mi források bevonására számítva tudott döntéseket hozni. Ekkor azonban az ebből fakadó erkölcsi kockázat jóval kisebb volt annál, ami a korábbi éveket jellemezte, mert az állam hangsúlyozta, hogy a feltőkésítést és a kapcsolódó adóskonzolidációt a konzolidációs folyamat befejező lépésének tekinti. A feltőkésítésre fordított állami pénzek nagyságrendjének nyilvánossá válásával párhuzamosan pedig egyre gyakrabban merült fel a bankmenedzsment felelősségének kérdése is, ez körültekintőbb működésre ösztönözte a bankokat. Az igazgatóság és a felügyelő bizottság tagjai felelősségének kérdése a folyamat során soha nem merült fel, ami jól szemlélteti az államnak mint tulajdonosnak önmagával szembeni elfogultságát.

A konzolidációs program tartalmazta a banki belső folyamatok átalakításának programját és a bank stratégiai tervét is. Amit a konzolidáció egyértelműen pozitív hatásként értékelhetünk, az a banki kockázatkezelési és vállalatirányítási folyamatok átalakításának szerződésbe foglalása. Az elfogadott konzolidációs program nemcsak kívánásglistaszerűen vette számba az átdolgozásra váró folyamatokat, hanem annak minden lépéséhez határidőt is rendelt. Ekkor jelentek meg először a bank dokumentumaiban az igazgatóság felelősségére és szerepére vonatkozó elvárások, mint például a hitelezési kézikönyv kidolgozásának és bevezetésének folyamatos figyelemmel kísérése, vagy az a kötelezettség, hogy az ülésekről jegyzőkönyv készüljön.

A konzolidáció előrehaladásáról a bankoknak negyedévente beszámolóit kellett készíteniük a Pénzügyminisztérium apparátusának. Ezt a bankok eleinte komolyan vették, majd – ahogyan fokozatosan nyilvánvalóvá vált előttük, hogy a minisztérium nem követeli meg szigorúan (véltetően el sem olvassa) –, egyre inkább formálisan teljesítették azt; a határidő betartására, a bemutatandó témakörök teljes körű megemlítésére és a kellő oldalszám meglétére figyeltek, maguk a beszámolók azonban egyre semmitmondóbbakká váltak, minden következmény nélkül.

Hogyan értékelhetjük a bankkonzolidációs folyamatot a bázeli vállalatirányítási elvek tükrében?

A konzolidációban az igazgatóságnak alig volt szerepe. A folyamatot az állam központilag vezérelte, és a menedzsmenttel tárgyalta meg az elvárásokat. A banknak továbbra sem voltak a kockázatok mérésére megfelelő eszközei, a portfólió szükséges átértékelése mindig egyedi mérlegeléssel, és nem egységes módszertan alapján történt. A bank kockázati profiljának megértése és a kockázatvállalási politikák kidolgozása csak a konzolidációs szerződés után került az igazgatóság feladatkörébe.

A bank konzolidációs programba foglalt stratégiáját a kidolgozás folyamán többször tárgyalta az SOS Bank igazgatósága, és a szerződésben előírt jobb vállalatirányítást eredményező elvárásokat is az igazgatóság közreműködésével alakították ki. Ugyanakkor a negyedéves beszámoló formálissá tétele is az Igazgatóság támogatásával valósult meg. Ahogy kiderült, hogy a minisztérium nem vár érdemi beszámolót a banktól, az igazgatóság is egyre kevésbé követelte meg ezt a menedzsmenttől. Vagyis az igazgatóság nagymértékben formálissá tette a vállaltirányítási folyamatok feletti kontroll gyakorlását.

A belső és külső audit szerepének megerősödése kétségtelenül a konzolidáció egyik nagyon pozitív hozadéka. A belső ellenőrzés munkájának megerősítése és a felügyelő bizottság általi rendszeres kontrollja a konzolidációs szerződés egyik lényegi



előírása volt. A külső auditot pedig a közeljövőben kilátásba helyezett privatizáció értékelte fel. A szerződésnek megfelelően ki kellett alakítani a havi teljesítménymérést biztosító információs rendszert is, ez a banki folyamatokat tette átláthatóbbá. Az átláthatóság csak a banki menedzsment számára jelentett előrelépést, a nyilvánosságnak továbbra is csak a nem túl informatív éves jelentések adtak információt a bankokról.

A konszolidációs program tartalmazta a kompenzációs politika és ösztönzési rendszer átalakítását is. A bank menedzsmentje a program elfogadása után tartott attól, hogy a számottevő konszolidációs kiadások miatt az állam mint tulajdonos valamilyen mértékben felelőssé fogja tenni a realizált veszteségek miatt, így a papíron elfogadott rendszer és a tényleges gyakorlat nagyban különbözött egymástól. A gyakorlatban a kompenzációs és ösztönzési politika a meglévő menedzsment érdekeinek védelmét és pozíciójának megszilárdítását szolgálta. Ennek következtében a menedzsment tagjaival igen kedvező menedzserszerződéseket kötöttek. A konszolidációs folyamatot lezáró, 1995 májusában tartott közgyűlésen az állami tulajdonos képviselőjének javaslatára leváltották a bank vezérigazgatóját, és átalakították a menedzsmentet. Nem véletlen, hogy az új vezetés első lépései közé tartozott a menedzserszerződések felbontása közös megegyezéssel.

## 2. EGY KUDARCOT VALLOTT LAKOSSÁGI BANK: A POSTABANK

Az SOS Bankkal ellentétben, a Postabank nem örökölt rossz portfóliót, nem állt közvetlen állami irányítás alatt, és nem vállalati, hanem lakossági bank volt már alapításától kezdve. A vállalatvezetési hibák azonban ebben az esetben is egyértelműen hozzájárultak a bank végső kudarcához. Ebben az esettanulmányban nem a teljes „Postabank-sztorit”<sup>8</sup> ismertetjük hanem kifejezetten a vállalatirányítási elvek érvényesülését, pontosabban be nem tartását illusztráljuk.

### 2.1. A Postabank különös tulajdonosváltásai

A bank vállalatvezetési problémái nem érthetők a bank tulajdonosi szerkezetének áttekintése nélkül.

A pénzügyet egyes korábbi vezetői a múltat elemezve gyakran úgy tekintenek a bankra, mintha a Postabank mindenkor állami bank lett volna, állami feladatokkal<sup>9</sup>. Ezzel szemben a korabeli nyilatkozatok szerint „*az állam mindössze 26 százalékkal része-*

8 Lásd részletesebben az irodalomjegyzékben KIRÁLY, ÓSZABÓ, TARAFÁS, VAJDA, VÁRHEGYI írásait.

9 „Mi folyamatosan ezt az álláspontot képviseltük, általában Európában a postabankok mindig állami pénzügyintézetek, mi is ezt szerettük volna, fontos az állam számára az ilyen, általában postahivatalokban működő bank vagy bankrendszer. Nos, itt megint összecsaptak az indulatok, ugye, voltak, akik privatizálni akarták, úgy, még hozzá olyan recept alapján, ahogy a magyar pénzügyintézeteket privatizálták. Tehát feltökésítették, és utána olcsón megvásárolták külföldi pénzügyintézetek. Nos, ennek mi ellenálltunk, azt mondtuk, hogy ennek a banknak meg kéne... Ne ezt a receptet kövesse, maradjon egy állami pénzügyintézet, ha föltökésítik, annál inkább maradjon állami pénzügyintézet.” *Beszélgetés Princz Gáborral, MTV Nap-kezte, 2004. 10. 27., 07:18 [392651]*

*sedik részvényeinkből... ezért, ha úgy tetszik, kvázi magántulajdonú, széles részvényesi körrel rendelkező pénzügyintézet vagyunk*<sup>10</sup>. Ha végigkövetjük a tulajdonosváltások kacskarin-góit, magunk is elbizonytalanodunk: milyen tulajdonosi érdekek is érvényesültek mara-déktalanul a bankban? Állami bank volt? Magánbank volt? Valójában a Postabank jel-legzetes, menedzsment által irányított, a menedzsment érdekeit követő bank volt – mindenkori tulajdonosi struktúrájától függetlenül. Ennek egyetlen feltétele volt: a tulajdonosi struktúra sosem volt abban az értelemben koncentrált, hogy egyértelmű tulajdonosi irányítás érvényesült volna a bankban.

A Postabank 1988. évi alapításakor a magyar állam valóban meghatározó tulajdonos volt, hiszen részben közvetett módon (az alapító Magyar Postán keresztül), részben közvetlenül (az ÁPV Rt.-n keresztül) is rendelkezett Postabank-részvényekkel. A közvetlen és a közvetett állami tulajdon – az állam belső érdekmeosztottságából eredően – nem jelentett egységes állami akaratot.

1990-ben megduplázták a bank tőkéjét, egyben bevontak külföldi tulajdonosokat (osztrák pénzügyintézeteket), amelyek együttesen 16 százalékos részesedést szereztek a bankban. Ezzel párhuzamosan a közvetlen állami tulajdon az előbbi interjúban említett 26 százalék közelébe csökkent. Az 1992-es tőkeemelésre a gyors növekedés nyomán fel-lépő tőkeinség miatt volt szükség, a Postabankot már „minden megoldás” érdekelte. A nyilvános részvénykibocsátás után a tulajdonviszonyok átrendeződtek: jelentősen nőtt a külföldi tulajdon részaránya, és egyre jelentősebb résztulajdont szereztek a Postabank érdeklőségi körébe tartozó ügyfélsoportok, valamint a tényleges magánszemély kisérszvényesek. A közvetlen és közvetett állami tulajdon 50 százalék alá esett, azaz a Postabank egyértelműen nem állami bank lett.

Az 1995-ös tízmilliárd forintos részvénykibocsátást a tervek szerint zömmel külföldi befektetők jegyezték volna le. Az érdeklődés azonban jócskán alatta maradt a vára-kozásoknak: a külföldi befektetők pedig mindössze a kibocsátás töredékét vásárolták fel, a jegyzésben így ismét elsősorban közel negyven, a Postabank ügyfélkörébe tartozó hazai közép- és nagyvállalat, illetve önkormányzat vett részt. Ebben az évben szűnt meg az állam addigi közvetlen tulajdonlása, mivel részvényeit a két társadalombiztosítási önkor-mányzatba transzferálta<sup>11</sup>. A jelentős külföldi tulajdonosok a későbbi tőkeemelésektől is távol maradtak. Már 1995-ben is emlegették ugyan azt a rejtélyes nagybefektetőt, aki a Postabankra vágyik, de sem akkor, sem később nem jelentkezett komoly szakmai vagy pénzügyi befektető a *részvényekért*. 1997-ben folyamatosan a jelentős külföldi befektetők érdeklődéséről számoltak be a Postabanktól származó hírek, és a banknál meg is jelent 1997 márciusában privatizációs tanácsadóként a jó nevű SBC Warburg, ám fél év múlva – a menedzsmenttől kapott elégtelen információkra hivatkozva – sikertelenül elvonult. A sokszor emlegetett külföldi nagybefektető egyszer sem jelentkezett.

A bank egyre romló portfólióval jellemezhető válságperiódusát a burkolt állami konszolidáció, a bank fokozatos kényszerű visszaállamosítása jellemezte. Az 1997-es és

10 Kurír, 1992. július 25. Interjú Princz Gáborral

11 „Így az 1996. április 26-i rendes közgyűlés jegyzőkönyve szerint „a bank közvetlen állami mivolta, tulaj-donosi kötelei megszűntek”. Erre való hivatkozással tagadta meg a bank vezetése az Állami Számvevőszék vizsgálatát, amelyről annak idején az Országgyűlés is tájékoztatást kapott.” [Állami Számvevőszék 1999. évi 9934. sz. jelentése]

az 1998-as tavaszi tőkeemelésekben a Postabank ügyfélkörébe tartozó vállalatokon kívül jelentős részben a tb-önkormányzatok, a Magyar Fejlesztési Bank (20 milliárd forint), a Százhalombattai Önkormányzat, illetve az MVM (két részletben összesen 4 milliárd forint) vettek részt – azaz a Postabank közvetve egyre nagyobb hányadban ismét állami többségi tulajdonú bankká vált. A vevők nem egészen önként szálltak be az üzletbe: több esetben határozott állami nyomásra volt szükség.<sup>12</sup> A kései tőkeemelések közel háromnegyedét tehát közvetve az állam biztosította, azaz a bank burkolt konszolidációja valójában végbement anélkül, hogy az állam stratégiailag is a bank irányítójává vált volna. A többoldalú állami segítség és az itt bemutatott, nem is burkolt tőkeinjekció révén a teljes összeget tekintve a bankkonszolidáció legnagyobb nyertesei közé került a Postabank anélkül, hogy megtörtént volna a formális konszolidáció, a menedzsment leváltása vagy legalább is korlátozása, konszolidációs szerződés megkötése. Ennyiben az állam – mint mindvégig jelentős tulajdonos – felelőssége a Postabank váltságában egyértelműen kimutatható. Az SOS Bankhoz hasonlóan, a Postabank esetében sem mutatható ki, hogy az állam mint tulajdonos bármikor is felelős alkupozícióban lett volna a bankkal szemben.

De nem viselkedett igazi tulajdonosként az a nem állami részvények többségét birtokló, gazdálkodói kör sem, amelyiknek más vonalon szoros üzleti kapcsolatai álltak fenn a Postabankkal. Magatartását ugyanaz a motiváció határozta meg, amit a SOS Bank esetében leírtunk. Érthetetlenül passzív volt a két jelentős külföldi tulajdonos is. Ebben a sajátosan kialakult tulajdonosi vákuumban egyértelműen a menedzsment-irányítás vált a bank meghatározó erejévé.

Az „állami vagy nem állami bank” kérdésre a fenti történet fényében látszólag nehéz válaszolni, hiszen az állam alapította a bankot, amelynek egész története alatt az egyik legnagyobb, noha nem mindig többségi tulajdonosa volt. A válaszhoz egy fogalmat kell segítségül hívnunk: ez pedig a „szórt”<sup>13</sup> tulajdon fogalma. A Postabank tulajdonosi szerkezete nemcsak a nem állami tulajdonrész tekintetében volt rendkívül töredezett (a legnagyobb tulajdonos tulajdoni hányada is mindig 10 százalék körül maradt) –, szórt volt az állami tulajdon is. A szórt állami tulajdon azt jelenti, hogy nem azonosítható az egységes állami akarat, csak az állam különböző részeinek eltérő érdeke, azaz mindenkor a partikuláris érdek érvényesül.

A Postabank-menedzsment pedig rendkívül „szakszerűen” vigyázott arra, hogy e partikuláris érdekeket úgy játssza ki egymás ellen, hogy végső soron se állami szereplő, se más tulajdonos ne kerüljön meghatározó döntési pozícióba – azaz a menedzsment mindenkor meglehetősen szabad kezét kapjon.

12 „1998 márciusában a Kormány a bank tőkepozíciójának rendezésével kapcsolatban úgy döntött, hogy az ÁPV Rt. és az MFB Rt. a Postabank tőkeemelésében vegyen részt [1046/1998. [IV. 8.] Korm. hat.]. A részvényjegyzés 140 százalékos árfolyamon megtörtént, az ÁPV Rt., MFB Rt., MVM Rt., IBUSZ Rt., IBUSZ Utazási Irodák Kft. és IBUSZ Invest Vagyongazdálkodó Kft. részvételével összesen 18 571 millió forint értékben. Ezzel a bank jegyzett tőkéje 42 125 millió forint, tőkeemelési mutatója csak 5,72 százalék lett, mivel a szavatoló tőkét a limittúllépések miatt 28 380 millió forinttal csökkenteni kellett.” (Állami Számvevőszék 1999. évi 9934. sz. jelentése)

13 Lásd VÁRHEGYI [1998b]. A hivatkozott tanulmányból az is kiderül, hogy bár az elaprózott, szórt tulajdonosi szerkezet önmagában nem minősíthető jónak vagy rossznak, azonban például a Postabank esetében a szórt tulajdonosok, nyilvános tőzsdei bevezetés hiányában, nem tudtak a részvényük eladásával „szavazni” a bankról.

## 2.2. A menedzsment jellemzése<sup>14</sup>

A Postabank korabeli irányítását és vezetési stílusát egyértelműen az elnök-vezérigazgató személye határozta meg. A bankot tíz éven keresztül irányító elnök-vezérigazgató a bank megalakulásakor a szektor legfiatalabb vezetője volt. Szakmai előélete a Magyar Nemzeti Bankhoz kötötte, a közgazdasági egyetem elvégzése után mintegy tíz évig dolgozott itt. Ambiciózus, sikerre orientált vezető volt, széles körű kulturális érdeklődéssel. A külvilág szemében a bank elválaszthatatlan volt nagyvonalú (és határozottan jó ízlésről árulkodó) szponzorációs tevékenységétől. Az elnök-vezérigazgató személyisége egyértelműen rányomta bélyegét a bank vezetési stílusára: munkatársai és beosztottai karizmatikus és autokratikus vezetőként jellemezték, aki nehezen tűrte az ellenvéleményt. A felső vezetés többi tagja – egy-egy kivételtől eltekintve – mind szakmai, mind vezetői felkészültségét tekintve, egyértelműen alatta maradt az egyes számú irányítónak.

A bank igazgatóságát formálisan mindenkor a meghatározó tulajdonos nevezi ki. A Postabankra jellemző, szórt tulajdonosi struktúra mellett ez az egyes számú vezető mozgásterének megnövekedését jelentette. Az igazgatóság a bank általunk vizsgált évtizedében nagyjából stabil volt: általában három-négy belső felsővezetőből és öt-hat külső igazgatósági tagból állt. Az állami tulajdonost – akárcsak a SOS Bank esetében – általában a Pénzügyminisztériumnak egy – nem feltétlenül magas rangú – tisztviselője képviselte. Az igazgatóság külső tagjai között találtunk (általában nem a pénzügyekre specializált) egyetemi oktatókat, valamint itt kaptak helyet a bank legjelentősebb ügyfeleinek (később részvényeseinek) a képviselői is. A külső igazgatósági tagok – erre csak közvetett bizonyítékok vannak – nem minden esetben értettek igazán a bank választotta stratégia és üzletpolitika megítéléséhez. Az igazgatósági tagok későbbi tanúságtételük szerint nem mindig voltak tökéletesen tisztában a bank kockázati profiljával és tőkehelyzetével. Az igazgatósági tagok díjazása az aránylag magas havi díjon felül a kedvezményes részvényopciós programban való részvétellel egészült ki.

A nem kellő kompetencia részben a döntések „gyorsaságából” is következett. 1996-tól a bankban elfogadták a faxon történő igazgatósági szavazás lehetőségét, még olyan esetben is, amikor a kockázatvállalási döntés a portfólió 10%-át érintette. Az igazgatóság szakmai szempontból tökéletesen megbízott a vezérigazgatóban. Az egyes számú vezető elfogadottságát soha nem kérdőjelezték meg, még a nyílt törvényszegése idején sem merült fel az igazgatóságban az egyes számú vezető korlátozásának vagy menesztésének gondolata.

A kompetens vezetői döntések kialakulását az információk hézagos jellege is akadályozta. Az igazgatóság elé általában csak rövid, stilizált kockázati jelentések kerültek – igaz, a mélyebb elemzések iránti igényt az igazgatóság sem fogalmazta meg. A bank korai években tanúsított gyors növekedése és magas jövedelmezősége elfedte a portfólió fokozatos romlását, így az igazgatóság nem is igényelte a mélyebb betekintést. Az igazgatóság tagjai korlátlanul bíztak az elnök-vezérigazgatóban, meglepetésként érte őket 1998 augusztusában az egyes számú vezető leváltása és a bank csődjéről szóló jelentés megszületése.

14 A fejezet nagymértékben támaszkodik az ÁSZ jelentésére: Állami Számvevőszék 1999/9934. Jelentés a Postabank és Takarékpénztár Rt. gazdálkodása, működése és a Magyar Fejlesztési Bank Rt. 1998. évi veszteségének ellenőrzéséről.

Az információhiány a bank külső és belső kommunikációját egyaránt jellemezte: a Postabank volt az egyik legkevésbé átlátható bank a korai években inkább opálosnak, semmint áttetszőnek nevezhető magyar bankpiacon. A bank létrehozott egy holdingot, amely számos pénzügyi szolgáltatóból, illetve attól teljesen távol álló vállalatcsoportból (ingatlanholding, médiaholding, idegenforgalmi holding, gyógyszeripari holding, stb.) állt. Az egyes vállalatok kereszttulajdonlása megakadályozta az átlátható tulajdonviszonyok felderítését, és még a szabályozóknak is nehézséget okozott a szabályok betartásának ellenőrzése.

A bonyolult holdingon belüli tulajdonosi struktúrához illeszkedett az információáramlási rendszer is: a különböző jelentési csatornák végső soron egyetlen helyen, a vezérigazgatói szobában futottak össze. 1998-ban, az összeomlást követően a Pénzügyminisztérium megbízásából az egyik tanácsadó cég kísérelte meg feltérképezni a bank befektetési birodalmát. A városi legenda szerint egy nagy tárgyalóteremnek mind a négy falát és padlóját borították a „befektetési térképek”. A vállalatHITELEZÉSI és vállalatFINANSZÍROZÁSI (befektetési) részleg közötti kínai fal nem volt kiépítve, valójában bennfentes információkat használtak mindkét operáció során.

A bank éves jelentései az átláthatóság hiányának kiváló példáit adták: nem tárták fel, sokkal inkább elfedték a meghatározó információkat. Általában növekedési ütemeket, arányokat, információmorzsákat tartalmaztak, nem kíséreltek meg lényegi és átfogó képet nyújtani a bank gazdálkodásáról. Gyakran még a mérleg és az eredménykimutatás is csak hézagosan vagy egyáltalán nem szerepelt ezekben a dokumentumokban. Az információ elfedése a felügyelő hatóságoknak benyújtott jelentéseket is jellemezte: a bank – kihasználva bonyolult holdingstruktúráját – bizonyos tételeket a jelentési időszakokban „körbeutaztatott” a birodalomban.

Az 1998. évi állami mentőakciót követően az új menedzsment nap mint nap újabb és újabb csontvázakat talált a szekrényekben: hamisított akkreditívek, minimális tőkékű vállalatoknak nyújtott megahitelek, csak papíron létező fedezetek, kézzel írt „belső” kimutatások kerültek elő a fiókokból.

Egy jól működő bankban a részvényesek és a menedzsment egyaránt támaszkodhatnak a belső ellenőrzés és a külső könyvvizsgáló megbízható értékelésére, elemzésére, vizsgálati jelentéseire. A Postabank belső és külső auditorai egy évtizeden keresztül elmulasztották felhívni a figyelmet a törvényes eljárások betartásának fontosságára és a kreatív könyvelési megoldások anomáliáira.

A bank külső auditora közel egy évtizeden keresztül egy kis hazai könyvvizsgáló cég volt, amelyik nem rendelkezett könyvvizsgálói gyakorlattal egyetlen más pénzügyi intézményben sem. Nemzetközi könyvvizsgáló 1996-ban, akkor is a felügyelet megbízásából tette be a lábát először a bankba.

A bank stratégiáját a bank menedzsmentje alakította – az igazgatóság pedig általában rövid vita után fogadta el. A stratégiát meghatározó misszió: „a bank, amely közel áll önhöz”, egyben a bank meghatározó PR-üzenete is volt. A Postabank hosszú ideig az ügyfelek által leginkább elfogadott kereskedelmi bank volt, magas színvonalú ügyfélszolgálatával. Valójában erre az ügyfélközeli magatartásra építette stratégiáját, amely akár jövedelmező is lehetett volna, ha a sikeres értékesítési stratégia sikeres kockázatkezelési stratégiával párosult volna. A Postabankban gyakorlatilag nem léte-

zett kockázatkezelési stratégia, a pénzügyi kockázatvállalása, kockázatának mértéke és összetétele esetlegesen, az üzleti döntések következményeként alakult. A végletesen centralizált döntéshozatal, a prudenciális szabályok megszegése, illetve megkerülése egyértelműen erről tanuskodtak.

Az üzleti döntéseket pedig a legfőbb vállalati értéknek tekintett növekedés, a növekvő piaci részesedés határozta meg. A „legnagyobbak lenni” törekvést a kezdeti sikeres szakasz vissza is igazolta: 1996-ban a Postabank lett Magyarország második legnagyobb hitelintézete.

### 2.3. A döntési folyamat jellemzése

A bank kockázatvállalási folyamatában nem érvényesült a banki döntések prudenciáját biztosító „négy szem elv”. A legtöbb meghatározó kockázatvállalási döntést személyesen a vezérigazgató hozta meg. A bank hitelezési kézikönyve laza szabályokat fogalmazott meg, a belső döntési mechanizmus általában a „verbális” hitelelemzésre támaszkodott. Az így kialakított kockázati besorolás (rating) számos döntés esetében bizonyult utólag megalapozatlannak. A hitelkockázat-elemzésnek szokásosan a hitelezési kézikönyvben rögzített, nemzetközi sztenderdjei hiányoztak a bankból. A hitelezési kézikönyv szerint a „vezérigazgatónak mindenkor joga van a kockázatvállalási bármely pontján a döntés egyszemélyi felülbírálatára”<sup>15</sup>.

A kockázatkezelési elvek figyelmen kívül hagyása a legtöbb, később nemteljesítővé vált portfólióelem esetében bizonyítható volt. Ebből az alábbiakban a négy legjelentősebbet emeljük ki.

„**Spanyol hitel**”. A később elhíresült spanyol csereügylet<sup>16</sup> egyik eleme az a „spanyol hitel”, amelynek következménye a felügyelet azonnali beavatkozása, és az elnök-vezérigazgató felfüggesztése. A bank a prudenciális szabályok alapvető elveit sem betartva, 41 millió USD, azaz közel 12 milliárd forint hitelt folyósított egy minimális alaptőkéjű spanyol cégnek, egy golf- és szállodaparadicsommá fejlesztendő, spanyol ingatlanbirodalom fejlesztésére. A hitelt kapó spanyol cég a hitelt továbbadta tulajdonosának, a későbbi cserepartnernek, aki azt vissza soha nem fizette. *„A döntéselőkészítő előterjesztésben az adóst nem nevesítették, mivel a fejlesztendő ingatlanokkal rendelkező spanyol társaság csak később került a bank hitelt kérő partnerének tulajdonába. A cégiratok szerint a hitelt felvevő társaság mezőgazdasági termelést folytatott, és többéves vesztesége miatt negatív vagyonnal rendelkezett. A bank úgy döntött a hitel odaítéléséről, hogy hitelkérelem nem volt. Az adós személye sem volt ismert, így az adós minősítése és a hitelezési kockázat banki felmérése is elmaradt. Az előterjesztés szerint a felajánlott fedezet értékét – egy értébecslés alapján – a tervezett ingatlanfejlesztési beruházások megvalósulását követő »jövőbeni« értéken határozták meg. A fejlesztés megvalósítására azonban semmilyen biztosíték nem volt. A fiktív fedezetértékekkel szemben a 325 ha mezőgazdasági*

15 Állami Számvevőszék 1999/9934. Jelentés a Postabank és Takarékpénztár Rt. gazdálkodása, működése és a Magyar Fejlesztési Bank Rt. 1998. évi veszteségének ellenőrzéséről.

16 KIRÁLY JÚLIA: Osztap Bender meghódítja Ibériát. Magyar Narancs, 2006. július 20.

*földterület szolgáltatáskori értéke csak mintegy 1–2 millió USD-re tehető, és ez a devizahitel tőkerészenek 2,5–5 százalékát fedezte.*<sup>17</sup>

„**Akkreditív ügy**”. Az N\*<sup>18</sup> cég 1998-ban 12 millió dolláros akkreditívet nyitott a Postabanknál. A prudenciális szempontokkal ellentétben, az akkreditív fedezetét magának a Postabanknak a garanciája jelentette, miközben az adós hitelminősítése egyáltalán nem történt meg. A B\* cég<sup>19</sup>, N\* szállítója – azóta bizonyítottan – hamis raktári bizonylatok alapján, 1998 májusában megkapta a bank visszavonhatatlan fizetési ígértét. A bank ezen a ponton újabb mulasztást követett el a bizonylat alapos vizsgálatának figyelmen kívül hagyásával. A raktárkészlet elsőrendű acélárut tartalmazott, a – sajnos – jóval későbbi helyszíni szemle mindössze egy üres libalegelőt talált a megadott címen.

„**Telecom-ügy**”. A jól hangzó Hungarian Telephone and Cable Corporation (Magyar Telefon és Kábel Társaság), azaz a HTCC-t 1992-ben hozták létre az egyesült államokbeli Delaware-ban. Az AMEX-re bevezetett társaság nem kis zavart okozott befektetői körökben – mivel éppen ebben az időben zajlott a MATÁV-privatizáció, sokan meg voltak győződve arról, hogy a „magyar telekommunikációs cégbe”, azaz a MATÁV-ba vásárolnak be. A Postabank 1996-ban mintegy 170 millió USD (nagyjából 45 milliárd forint) értékben hosszú lejáratú hitelt nyújtott a HTCC nem túl magas alap-tőkéjú magyar leánycégeinek (Pápatel, Rábacom, Kelet- Nógrádcum, Hungarotel). A Postabank a kockázatvállalást nem egyetlen ügyféllel szembeni nagykockázatként tartotta nyilván, hanem mint különálló ügyfelekkel (Pápatel, Rábacom, stb.) szembeni követelést. Ezt az eljárást az akkori könyvvizsgáló, a Deloitte & Touche is megkérdőjelezte, és már 1998 első felében felhívta a figyelmet arra, hogy a nagyhitelkorlát túllépése miatt a Postabank szavatolótőkéje tragikus mélységekbe zuhant, tőke-megfelelése 1998 egyetlen hónapjában sem érte el az előírt 8%-ot.

**A PK-garancia.** 1997 őszén történt a PK Bank „furcsa” privatizációja. A PK Bank a korábbi Pénzüntézeti Központ és a Polgári Bank összeolvadásával keletkezett kereskedelmi bank volt. A Pénzüntézeti Központot tőke- és likvidesszükség jellemezte. Az akkorra némileg megroggyant Polgári Bankkal kötött „házasság” jelentősen nem módosított ezen a helyzeten. A PK ideális felvásárlási célpont lehetett bárkinek, akinek gyors tőkeinjekcióra volt szüksége. A Postabank viszont nem volt abban a helyzetben, hogy maga jelentkezett volna vevőként – ezt sem tőkehelyzete, sem a privatizáció meghirdetett célja nem indokolta. Összeállt hát egy furcsa konzorcium tíz független magyar vállalkozóból (mivel törvény szerint 10%-nál nagyobb részesedéssel senki bankban nem rendelkezhet), és az állami szervek által kedvezőnek ítélt ajánlatot tett a PK-ra – a 12 milliárd saját tőkéjú bankot 6,2 milliárd forintért vásárolta meg. A később napvilágra került tények megerősítették az akkoriban magát igen erősen tartó piaci hírt: az alapvetően a Bankár Kft. köré szerveződő vállalkozói csoportot egyértelműen a Postabank

17 Állami Számvevőszék 1999/9934. jelentése. (A leendő golfpályák egy része 20 fokos lejtőn található, építési-fejlesztési engedély a telekre nincs, tervek nincsenek.)

18 N\* több más bankbotránynak is főszereplője volt ebben az időben – a neki nyújtott hitelek, garanciák általában jelentős céltartalékképzéssel, nem egy esetben banki tőkecsökkenéssel végződtek.

19 A Postabank történetben a B\* cég többször előfordult. Többek között a Postabank részvényese is volt, sőt, később mint kisztrésvényes beperelte a magyar államot (a perben még nem született jogerős ítélet).

finanszírozta, egyben opciót szerezve a PK átvételére (az opciót a bank későbbi megedzmentje valóban kénytelen volt lehívni, így került a PK a Postabank tulajdonába). A PK átvett 2,8 milliárdnyi postabankos befektetést, amelyre a Postabank garanciát vállalt – ám ennek lehívását a tavaszi közgyűlések idején nem tették meg! Ugyancsak 1998 tavaszán – még a postabanki közgyűlés előtt – a PK közgyűlése garanciát vállalt a Postabank rossz követeléseinek egy részére (15,3 Mrd HUF + kamatai értékben). A Postabank így mentesült a céltartalék- (értékvesztés-) képzés és a szavatolóátke-csökkentés kínos kényszere alól. A két bank azonos auditora – ekkor már a Deloitte & Touche – korlátozás nélkül fogadta el ezt „kreatív” megoldást, bár kétségtelenül felhívta a figyelmet „az egymással összefüggő ügyletekben rejlő kockázatokra”.

A fentiekből az is látható, hogy a bank többször megszegte nemcsak saját belső, laza szabályzatait, hanem a törvényes szabályokat (rendeleteket és törvényeket) is. A bank igazgatósága általában ellenszavazat nélkül vette tudomásul a nyílt vagy implicit szabályszegést. Ennek oka részben az volt, hogy az igazgatóság elé nem teljes, illetve nem pontos tőke- és kockázati jelentések kerültek, amelyek mellett mindig megtalálhatóak voltak a tőkehelyzet rendezésére vonatkozó tervek.

A hitelfolyamat nélkülözötte a szakszerű kockázatkezelés elemeit: 1998-ban a hitelek 70%-a mögött nem állt megfelelő fedezet.

A törvény által erősen korlátozott „kapcsolt hitelezés”, azaz tulajdonossal, illetve irányító testületi taggal szemben vállalt kockázatvállalás korlátozás nélküli gyakorlat volt a bankban. Az egyik legjelentősebb eset a bank egyik tulajdonosa, a Dunaholding halasztott fizetéssel 20 éves lejáratra értékesített, nemteljesítő portfóliócsomagjának ügye (az úgynevezett Móduszok-ügy) volt. Szintén a kapcsolthitel-szabályok megszegését jelentette, hogy az 1996 utáni tőkeemelések során számos esetben banki hitellel történt a részvényjegyzés is.

A portfólió koncentrátsága rendkívül magas volt, a legnagyobb huszonöt ügyfél a portfólió több mint 50%-át tette ki. A nagykockázat-vállalásnak minősülő ügyletek egyedileg számos esetben átlépték a törvényes korlátot, összegük pedig megközelítette a törvényesen előírt limitet.

Bár a felügyelő bizottság már 1993-ban tapasztalta a prudens hitelezési szabályok megszegését, egyik későbbi jelentés sem tért vissza erre a kérdésre.

A felügyelet<sup>20</sup> sem tartotta mindenkor szükségesnek a bankot a szabályok betartására bírni. Már a növekedés első periódusában (1996 előtt) egyre koncentráltabbá vált a bank hitelportfóliója – a nagyhitelek volumene kezdte évről évre meghaladni a törvényesen előírt határt. Ekkoriban a túllépések miatti intézkedések – például a bírság – törvényekben biztosított lehetőségeinek egyikével sem élt a felügyelet. A befektetések volumene minden évben túllépte a törvényben előírt felső határt – a megfelelő felügyeleti szankciók azonban ebben az esetben is rendre elmaradtak. 1994 után a bank tőkemegfelelési mutatója az 1995. áprilistól 1996. decemberéig tartó időszak kivételével egyetlen hónapban sem érte el az akkorra már törvényben előírt 8%-ot. Erre a bank nem rendelkezett felügyeleti engedéllyel. A kérelem elmulasztásáért felelős a bank

20 Az adott periódusban változott a pontos megnevezése, így a „felügyelet” alatt hol a Bankfelügyeletet, hol az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyeletet értjük.



vezérigazgatója, az akkori igazgatóság, felügyelőbizottság és a bank választott könyvvizsgálója is. A felügyelet is hibázott, mert a rendelkezésre álló információ birtokában intézkednie kellett volna. Az 1996-ot követő „kreatív” tőkeemelési megoldásokat nem csak auditora, hanem az akkori felügyelet is jóváhagyta – szakmai körökben nem kevés vitát és ellenérzést kiváltva. A felügyelet megbízásából 1996-ban végeztek először tényfeltáró, a belső helyzet tisztázására irányuló könyvvizsgálatot. A megbízott nemzetközi könyvvizsgáló társaság jelentésében felhívta a figyelmet többek között az alárendelt kölcsöntőkekötvény-kibocsátások tartalmi hiányosságaira is. A felügyelet a könyvvizsgáló jelzése ellenére sem intézkedett, hanem elfogadta a bank rendezési tervét.<sup>21</sup> Végül, többszöri késlekedés után, alig két héttel a fent említett „spanyol ügy” csereszerződésének megkötését követően, július 31-én lépett a felügyelet, amikor is egy nap alatt felmentette a bank teljes vezetését, felügyeleti biztost nevezett ki a bank élére, és valamennyi volt vezetőnek megtiltotta a bankba történő belépést.

### 3. KÖVETKEZTETÉSEK

Két bankot vizsgáltunk meg vállalatirányítási szempontból: a több állami bank példájából összegyűrt SOS Bankot, valamint a Postabankot. Egyértelműen megállapítottuk, hogy a bankok működésük során a hatékony vállalatirányítás egyetlen alapelvét sem tartották be. Felmerül a kérdés: hogyan volt lehetséges, hogy ezek a vállalatok (bankok) akár egy évtizedet is túlélhettek anélkül, hogy betartották volna az elemi üzleti és etikai normákat?

A válasz első elemét a bankok tulajdonosi struktúrája magyarázza. Mivel a tulajdonosok egyikének sem volt meghatározó befolyása, és nem tőzsdei vállalatokról volt szó, a piac fegyvelmező ereje is hiányzott, így sem a tulajdonosok, sem a piac nem tudták kikényszeríteni az átláthatóság, nyilvánosságra hozatal elemi szabályainak betartását. Az állam, amely mindkét bank esetében a periódus jelentős részében meghatározó tulajdonos, kiváló illusztrációját adta a „járadékvadászat-elméletnek” (*Buchanan [1992]*): a különböző állami alrendszerek (minisztérium, privatizációs hatóság, önkormányzatok, állami intézmények) képtelenek voltak érdekeik összehangolására, miközben egyéni képviselőik saját érdekeiket tartották szem előtt (és élvezték a magas kiegészítő jövedelem előnyeit). Az állam tulajdonosként nem tudta betartatni a prudens bankolás szabályait: az osztalékban való azonnali érdekelttség a hosszú távú, biztonságos bankműködésben való érdekelttség elé került.

Másodsorban: nem szabad elfelejtenünk, hogy a bankszabályozás, a bankfelügyelet és a banki számvitel csak lassan alkalmazkodott a nemzetközi sztenderdekhez, így lehetőséget adott a „kreatív könyvvitel” alkalmazására és a puhán értelmezett szabályok folyamatos áthágására, amire mindkét bankban megvolt a hajlam. A SOS Bank esetében ez a hajlam az 1.1. fejezetben leírt morális kockázatban és érdekkonfliktusban gyökerездett, a Postabank esetében pedig az erős és autokratikus, kiváló külső alku-pozíciókkal, politikai kapcsolatokkal és nyomásgyakorlási képességgel rendelkező, első számú vezető megfelelő ellensúlyának hiányában.

21 Az Állami Számvevőszék 1999 évi 9934. sz. jelentése.

A két eset a közép-kelet-európai transzformációs korszak két tipikus kudarc-története. A SOS Bank a korábbi monobankrendszer egyenes ági örököse volt, míg a Postabank a „félmegoldások” bankja – sem állami, sem magán pénzügy. Mindkét helyzet a vállalati „félreirányítás” melegegya. A bemutatott két esettanulmány alátámasztja azt a *Levine* [2004] által megfogalmazott tanulságot, hogy az állami tulajdon homályos és széttagolt jellege súlyos vállalatirányítási problémák forrása. A végső megoldást egyrészt a külső szabályozási-gazdasági környezet átalakulása, a játékszabályok egyértelművé és szigorúvá válása, másrészt a játékszabályok betartását megkövetelő tulajdonos megjelenése, a bankok privatizációja jelentette.

## HIVATKOZÁSOK

- 1155/1998 (XII.9.) Kormányhatározat a Postabank és a Magyar Fejlesztési Bank Rt. helyzetének, valamint az önkormányzatokat megillető gázművagyon rendezése érdekében szükséges állami intézkedésekről. A Fővárosi Főügyészség KÜO. 1571/1999/140-I. számú vádirata dr. Princz Gábor és társai ellen különösen nagy vagyoni hátrányt okozó hűtlen kezelés ügyében.
- Állami Számvevőszék 1999/9934. Jelentés a Postabank és Takarékpénztár Rt. gazdálkodása, működése és a Magyar Fejlesztési Bank Rt. 1998. évi veszteségének ellenőrzéséről.
- Állami Számvevőszék 2003/0309. Jelentés a Postabank és Takarékpénztár Rt. konszolidációjának ellenőrzéséről, 2003. április.
- ANTAL, L.–SURÁNYI, GY. [1987]: The prehistory of the reform of Hungary’s banking system, *Acta Oeconomica* 1–2, 35–48. o.
- BALASSA, A. [1996]: Restructuring and Recent Situation of the Hungarian Banking Sector, *National Bank of Hungary Workshop Studies Series*.
- Basel Committee on Banking Supervision (2005), Enhancing corporate governance for banking organisation, Bank for International Settlement.
- BONIN, J. P.–SZÉKELY, P. I. [1994] The Development and Reform of Financial Systems in Central and Eastern Europe, Edward Elgar.
- BUCHANAN J. M. [1992]: Járadékvadászat és profitra való törekvés. Piac, Állam, Alkotmányosság, KJK, Budapest, 1992.
- CZALIK I.–SZOMBATI A. [2004]: Kereskedelmi bankok vállalatirányítási gyakorlata. Jelentés a pénzügyi stabilitásról, MNB, 2004. június.
- KIRÁLY JÚLIA [2006]: Osztag Bender meghódítja Ibériát. MANCS, 2006. július 20.
- KIRÁLY JÚLIA [2005]: Egy bank, amely közel állt Önhöz. A Postabank-privatizáció története 2002–2003. ÁPV Rt., 2005.
- KIRÁLY JÚLIA [1998]: Egy elmaradt interjú kapcsán. *Figyelő*, 1998, április 16. 41. o.
- KIRÁLY, J. [1995]: The Hungarian Fisher Cycle. *Acta Oeconomica*, vol. 47. (3–4.), 323–342. o.
- KIRÁLY, J.–MÁTYÁS, L.–MÁJER, B.–ÖCSI B.–SUGÁR, A.–VÁRHEGYI, É. [2000]: Experience with Internationalization of Financial Service Providers. Case Study: Hungary in CLAESSENS, S.–JANSEN, M.: The Internationalization of Financial Services. Kluwer Law International, London–Hága–Boston.
- KIRÁLY, J.–VÁRHEGYI, E. [2003]: Avoiding a Permanent Banking Crisis. The Hungarian Banking Sector in the 90s, in Too-Big-To Fail: Policies and Practices in Government Bailouts, Benton E. Gup, Greenwood Publishing Group.
- LA PORTA, R.–LÓPEZ DE SILANES, F.–SHLEIFER, A. [2002]: Government Ownership of Banks, *Journal of Finance* 57, 265–301. o.
- LEVINE, ROSS [2004]: The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence, *World Bank Policy Research Working Paper*, 3404. September.
- ÓSZABÓ ATTILA–SIPOSS ZOLTÁN–VAJDA ÉVA [1998]: Bank Bán. *Élet és Irodalom*, 1998. 15. szám, április 10.
- ÓSZABÓ ATTILA–VAJDA ÉVA [1998]: Bank Bán III. Átnyálazott bankok. *Élet és Irodalom*, 1998. 45. szám, november 6.

- TARAFÁS IMRE [2002]: Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987–2000. *Atula*, Budapest, 216. o.
- VAJDA ÉVA [1998]: Bank Bán II. *Élet és Irodalom*, 1998. 32. szám, augusztus 7.
- VÁRHEGYI ÉVA [1997]: A mi bankunk – a Postabank. *Népszava*, 1997. augusztus 19.
- VÁRHEGYI ÉVA [1998a]: Egy tőkeemelés margójára. *Népszava*, 1998. március 30.
- VÁRHEGYI ÉVA [1998b]: A magyar banktulajdonosi szerkezet sajátos vonásai. *Közgazdasági Szemle*, XLV., 1998. október, 906–922. o.
- VÁRHEGYI ÉVA [1998c]: A kártyás és a tanulópenz. *Népszava*, 1998. november 11.
- VÁRHEGYI ÉVA [1998d]: Princz-monológ. *Népszava*, 1998. december 15.
- VÁRHEGYI ÉVA [2002]: Bankvilág Magyarországon. Helikon Kiadó, 2002.
- VÁRHEGYI ÉVA [2004]: A magyar bankrendszer átalakulása, működése és jellegzetes vonásai, MTA doktori értekezés, 2004. február.

FRANKÓNÉ ALPÁR ANDREA

# Governance a jegybankokban

*(Módszertani vázlat)*

A jelen cikk a felelős vállalatirányítás jegybankokra vonatkozó irodalmát és három jegybank, a Bank of England, a Deutsche Bundesbank és a Magyar Nemzeti Bank irányítási felfogását tárgyalja. Bár mindhárom jegybank – a szakirodalmi ajánlásoknak megfelelően – a banki irányítást hasonlóan fogja fel: a jegybanki függetlenség világos célokat és elszámoltathatóságot igényel. Az elszámoltathatóság megköveteli az átláthatóságot, a transzparencia és elszámoltathatóság pedig segít fenntartani a függetlenséget. Mivel a jegybankok közpénzből fenntartott intézmények, hatékonyak kell lenniük, és mint bankoknak, különösen ügyelniük kell a kockázatkezelésre. A három jegybank ugyanakkor – történeti okokból és törvényi háttérükből következően – az alapelvek követéskor más-más szempontot kezel nagyobb hangsúllyal.

## 1. A FELELŐS VÁLLALATIRÁNYÍTÁS ÉS A JEGYBANKOK

Világszerte nagy figyelmet kap különböző fórumokon a corporate governance (felelős vállalatirányítás) az utóbbi években<sup>1</sup>.

A különböző elméletek fő kiindulási alapja az OECD összeállított ajánlása, az OECD Principles of Corporate Governance [2004]<sup>2</sup>, amelyet 1999 júniusában adtak ki először. Az abban foglalt alapelvek alkalmazását minden olyan szervezetnek ajánlják, amelyknél fontos a megfelelő corporate governance kialakítása.

Az OECD-ajánlás szerint a vállalatirányítás az igazgatóság, a tulajdonosok és egyéb érdekeltek közötti viszonyok összessége. A megfelelő corporate governance a célok felállítását, követését, elérését, azok ellenőrzését és az erőforrások jobb kihasználhatóságát segítheti.

Az OECD-kiadvány alapján jelentette meg a BIS<sup>3</sup> Basel Committee on Banking Supervision<sup>4</sup> először 1999 szeptemberében, majd 2006 februárjában az Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations című, szintén mérvadó anyagot<sup>5</sup>, illetve ugyanezt alkalmazza az IMF, a Világbank és a Financial Stability Forum is. A jegybanki governance ajánlások, publikációk is leginkább e két fő alapvetésre támaszkodnak.

A nemzeti bankokra vonatkozó, szélesebb körben elfogadott, külön alapelvlista nem készült. Ugyanakkor azt, hogy a nemzeti bankok zömét (még olyan kis bankokat

1 A cikkben a „corporate governance” kifejezést magyarul felelős vállalatirányításként említem, vagy szinonim fogalomként vállalatirányításnak nevezem.

2 [http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en\\_2649\\_34813\\_31530865\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html)

3 Bank for International Settlements (BIS) – Nemzetközi Fizetések Bankja

4 Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság

5 A BCBS ajánlásban megfogalmazott alapelvekről lásd jelen számunkban MÉRŐ-KIRÁLY-SZÁZ [2007], 21–43 o.

is, mint a Reserve Bank of Fiji vagy a Central Bank of Trinidad and Tobago, amely a Corporate Governance Guideline kiadványát megjelentette) foglalkoztatják a fenti cikkekben és az egyéb témával foglalkozó fórumokon, publikációkban elhangzottak, éves jelentéseik és honlapjaik tartalma, corporate governance bizottság létrehozása (pl. Hollandiában), konferenciák, tanfolyamok szervezése, cikkek megjelenése, stb. igazolja.

Mértékadónak tekinthető ugyanakkor e kérdéskörben a Reserve Bank of New Zealand, a világ egyik legjobbjának tartott jegybank munkatársának, Richard Perrynek a Central Bank corporate governance, financial management and transparency című munkája.<sup>6</sup>

A szerző szerint a következő okok miatt javasolt, hogy egy központi bank ezzel a témával foglalkozzon, és megvizsgálja, megfelel-e az ajánlásoknak:

- példamutatás: egy központi bank felelős azoknak a nemzetközi gyakorlatoknak az átvételéért, amelyeknek az a célja, hogy erősödjön a globális és a helyi pénzügyi rendszer, akár a nemzeti pénzintézet saját adaptálásában;
- a központi banki *függetlenség* szükségessé tette a nagyobb *átláthatóságot* és az *elszámoltathatóságot*, amelynek eredményeképpen a monetáris politika, a bank egyéb funkciói és a menedzsment nagyobb tekintélyt vívhat ki;
- a legjobb gyakorlat („best practice”) alkalmazása: a központi banknak jelentős a szerepe a gazdaságban, tehát elvárható, hogy azokat a speciális nemzetközi ajánlásokat alkalmazza, amelyek a megfelelő corporate governance-ot, átláthatóságot és a menedzsmentet erősítik.

## 2. A JEGYBANKRA VONATKOZTATHATÓ CORPORATE GOVERNANCE AJÁNLÁSOK

**Az igazgatóság legfontosabb szerepe a vállalatirányítás kézbentartása** (a legtöbb jegybanktörvény is ezt a feladatot tűzi ki az igazgatóság elé), így az igazgatóság feladatait szem előtt tartva készültek az ajánlások. A felsorolt témák az átfogó irányítás leglényesebb kérdéseit ölelik fel. Meglehető, az egyes szervezetek már eddig is hatékony folyamatokat és eljárásrendeket alakítottak ki, azonban ezek kapcsolata a vállalatirányítás rendszerével több esetben még egyértelmű. Célszerű lenne tehát a felelős vállalatirányítási rendszerét írásban megfogalmazni, és ezzel hozzájárulni az egész vállalatirányítási rendszer szabályozásához.

Az ajánlások nem törekszenek teljességre, és elsősorban támpontként kívánják segíteni az igazgatóságot. Általánosságban a következőket érdemes felsorolni:

### 2.1. Az OECD-kódex:

- a vállalatirányítási keretrendszer,
- a részvényesek jogai és a tulajdonosi jog gyakorlása,
- a részvényesek egyenlő kezelése,
- az egyéb érdekeltek szerepe,
- közzététel és átláthatóság,
- a vezető testületek felelőssége.

6 Reserve Bank of New Zealand, Bulletin Vol. 64., No. 3.

## 2.2. A BIS kiemelt témái:

- társasági értékek, etikai kódex, egyéb sztenderdek a megfelelő viselkedésre,
- jól tagolt társasági stratégia,
- a felelőségek és a döntéshozók tiszta felosztása, kijelölése,
- az igazgatóság, a menedzsment egyéb tagjai és az auditorok között kiépített mechanizmus,
- erős külső és belső ellenőrzési rendszer,
- a kockázati kitettség kiemelt figyelése,
- a munkavállalók anyagi és vezetői ösztönzése,
- megfelelő információk áramlása, belső és külső közzététele.

## 2.3. Az új-zélandi elvek:

- átlátható és jól felépített belső corporate governance követelmények – köztük a hatékony kockázatkezelés, belső audit és az összeférhetetlenség kiküszöbölése,
- magas minőségű pénzügyi jelentés közzététele, amely szakmai számviteli sztenderdeken alapul,
- hatékony külső audit, ahol az auditor eleget tesz a szakmai auditálási alapelveknek,
- szilárd, jól rögzített elszámoltathatóság, amely igényli a célok közlését, a felelőségek és hatáskörök egyértelmű felosztását a célok teljesítésében, a célok teljesítésének közlését, a javadalmazási rendelkezések közlését, olyan felépítést, amely megkönnyíti a teljesítmény kívülről történő figyelését, és olyan szervezetet, amely a nem teljesítő hivatalnokok elmozdítását lehetővé teszi.

## 2.4. Átláthatóság

A fentiekből jól látható, hogy a corporate governance-ban meghatározó szerep jut az **átláthatóságnak és az elszámoltathatóságnak**: a jegybankok mint közintézmények ezzel tartoznak a nyilvánosságnak. Az Európai Közösséget létrehozó szerződésnek, a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) és az Európai Központi Bank (EKB) alapokmányának számos rendelkezése is jelzi azt az elvárást, hogy a nemzeti bankok működésének átláthatónak kell lennie. Az átlátható működés és a nyilvánosságra hozatal vállalatirányítással kapcsolatos kérdéseivel széles körű külön szakirodalom is foglalkozik.

Az átláthatóság követelményének az **információk nyilvánosságra hozatalával** lehet eleget tenni. Ennek az a célja, hogy az érintettek megértsék és értékelhessék a vállalat üzleti tevékenységét, helyzetét, emellett információt közölhet a menedzsment megítéléséhez. A helyes felmérés érdekében szükség van a megfelelő mélységben és időben nyújtott, rendszeres, megbízható, széles körű, pontos, illetve összehasonlítható információkra. Mindez erősíti a feleknek a vállalatba fektetett bizalmát: jelzi, hogy a vállalat milyen mértékben hajlandó együttműködni a nyilvánossággal.

A központi bankok alapvető szerepéből adódóan, az átláthatóság biztosítása a **monetáris döntéshozó testület** feladata. A központi banknak elegendő információt kellene

nyilvánosságra hoznia elemzéseiről, lépéseiről, belső megfontolásairól annak érdekében, hogy az érdekelt megfigyelők megérthessenek minden egyes monetáris politikai döntést. Mindenekelőtt az a legfontosabb, hogy a központi bankok tegyék egyértelművé hosszú távú céljaikat, módszertanuk jelentős részét, ideértve előrejelzéseiket.

Az IMF az általa rögzített alapelvek<sup>7</sup> mentén többször is megvizsgálta a döntéshozó testületek, a monetáris és implementációs testületek főbb jellemzőit.<sup>8</sup>

Az utóbbi publikáció az alábbi következtetésekre jutott:

- A központi bank irányítási rendszerének figyelembe kell vennie a bank függetlenségének típusát (inflációs-célkövető, árfolyam-célkövető autonómia, eszköztári autonómia, illetve hiányos autonómia).
- A monetáris döntéshozó testületek (policy board) létszáma legyen elegendően nagy ahhoz, hogy az informált, kiegyensúlyozott és professzionális megközelítést biztosítsa. Külső szakértő tagok bevonása segítheti a kiegyensúlyozottságot.
- A végrehajtással foglalkozó testületeknek magasan kvalifikált szakemberekből kell állniuk, mivel az implementáció számos technikai kérdést vet fel. Célszerű, ha a fenti testület főként belső, főfoglalkozású tagokból áll.
- Ajánlott, hogy a bankok felügyeletével foglalkozó bizottságokban nem alkalmazotti jogviszonyban álló, külső tagok dolgozzanak.
- A bank elnöke ne legyen a felügyelő bizottság elnöke.
- Az irányító testületek és a menedzsment felelősségét és feladatát ajánlatos törvényben szabályozni.
- A különböző belső bizottságok számos célt szolgálhatnak, de fontos, hogy ne lazítsák fel az irányító testületek felelősségét.
- Hasonlóan a piaci intézményekhez, az egységes irányítási- és menedzsmentstruktúra támogatja a megfelelő vezetést, de a jegybankok esetében a felelős irányítás csak akkor biztosítható, ha a döntéshozattal megbízott tisztségviselők feddhetetlenek, képesek a feladatra, és méltóak a rájuk ruházott felelősségre.

## 2.5. *Elszámoltathatóság*

Alaptétel, hogy mindegyik intézmény legyen elszámoltatható, felelősségre vonható a működéséért, feladatai végrehajtásáért. Egy közintézmény általában a nyilvánosságnak tartozik átláthatósággal és elszámoltathatósággal.

Az elszámoltathatósághoz – ugyanúgy, mint az átláthatósághoz – szükség van a megfelelő mélységben és időben nyújtott, rendszeres, megbízható, széles körű, pontos, illetve összehasonlítható információkra. Ezek az internetes, illetve nyomtatott publikációk révén kerülnek a nyilvánosság elé. Az elszámoltathatóság ugyanakkor megkívánja a felelőségek megfelelő szabályozását, amelynek alapjait a jegybanktörvények adják meg. Az elszámoltatáshoz megfelelő intézményi keretet kell biztosítani. A KBER és az EKB alapokmánya azt a követelményt fogalmazza meg, hogy a nemzeti központi ban-

7 IMF: Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles, 1999. szeptember 26.

8 Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management IMF Working Paper 2004. Dec. No. 04/226

kok éves beszámolóját független külső könyvvizsgálónak kell ellenőriznie. Elsősorban az angol szakirodalom javasol belső audittestületet is. Míg az előbbi egyértelmű, a belső audittestület – ahol egyáltalán található – változatos képet mutat a központi bankokban. A 2004. május 1-je előtt az Európai Unióhoz csatlakozott tagországok jegybankjait, illetve a kanadai jegybankot megvizsgálva elmondhatjuk, hogy a belső audittestületekkel különböző elnevezéseken találkozhatunk, és teendők főként a magyarországi felügyelő bizottság feladatainak felelnek meg. Mindehhez még csatlakozik számos jegybankban, így nálunk is az Állami Számvevőszék, és végső soron a Parlament ellenőrzése.

## 2.6. Kockázatkezelés

Kiemelten szerepel a corporate governance anyagokban a (piaci, üzleti, működési, jogi, reputációs) kockázatkezelés. Fontos, hogy legyen megfelelő rendszer a kockázatok kezelésére: hatékony kockázatkezelési politika, eljárások és szervezeti struktúra. A bank által menedzselte kockázatok bemutatása fontos információs elem a jegybanki corporate governance struktúrában. Ez kiadványok, beszámolók (éves jelentések) során meg is történik. A kockázatkezelés szervezeti megoldásaira a jegybankok változatos módszereket alkalmaznak. A legtöbb jegybankban a pénzügyi (piaci, hitel- és az ehhez kapcsolódó likviditási) kockázatokkal az erre kijelölt szervezeti egység tevékenysége felett az ALCO bizottság és/vagy az igazgatóság, illetve a monetáris döntéshozó testület foglalkozik. A működési és a jogi kockázatkezelés áttekintése azonban jóval később jelent meg a jegybankoknál, számos jegybank még nem is említi ezeket a kockázatokot, és a kezelési megoldások is változatos szervezeti képet mutatnak.

A jegybankok *hitelessége* a jegybanki monetáris politika szakirodalmában sarkalatos kérdésként szerepel. Érdekes módon, a jegybanki irányítással összefüggő publikációk mégsem, vagy csak érintőleg tárgyalják a hitelesség, illetve a jó hírnév témakörét. Ennek az lehet az oka, hogy a hitelességet származékos értéknek tekintik, amelynek szükséges feltétele a megfelelő jegybanktörvény, és az intézmény felelős irányítási alapelveknek megfelelő vezetése.

## 3. A BIS SZEREPE A JEGYBANKI GOVERNANCE-BAN

A BIS tevékenysége az 1930-as alapítása óta jelentősen megváltozott. Jelenleg a jegybankok közötti együttműködés és információcsere kiemelt fóruma.

A nemzetközi együttműködést segítve, a BIS fontos kutató tevékenységet folytat, a nemzetközi pénzügyek terén fontos statisztikai adatokat gyűjt, javaslatokat fogalmaz meg a pénzügyi közösségnek, hogy ezzel tovább erősítse a nemzetközi pénzügyi rendszert. (A BIS a központi bankok számára banki funkciókat is ellát, például tartalékkezelést és arannyal történő tranzakciók lebonyolítását.)

A szervezet igazgatótanácsa kéthavonta tartja ülését, ilyenkor tartják az úgynevezett jegybanki kormányzók közötti tanácskozást, amelyen már valamennyi BIS-tag jegybank elnöke is részt vesz.



A BIS létrehozta a Central Bank Governance Networköt, a tagállamok központi bankjainak irányításával és tevékenységével foglalkozó hálózatot, amelynek az a célja, hogy a központi bankok részletesen megismerhessék egymás tevékenységét, és átültessek a legjobb gyakorlatot saját intézményükbe. A hálózat alapvetően elektronikusan működik; a résztvevők első személyes találkozóját 2004-ben tartották.

A hálózat informális mechanizmus, amely elősegíti a központi bankok és a BIS közötti információáramlást jegybankirányítási kérdésekben. Jelenleg 45 központi bank képviselteti magát a hálózatban. A szervezetnek 1999-es létrejötté óta növekvő szerepe van a következő okokból:

1. A hálózat tagjai igen értékes szerepet játszanak a BIS-nek szükséges adatok begyűjtésével. A tesztre szabott, naprakész válaszok gyors begyűjtése nagyon hasznos a központi bankoknak, és értékes hozzájárulás a BIS által fenntartott, jegybanki irányítás tárgyú adatbázis gyarapításához.

2. A hálózat tagjai bármikor a BIS-hez fordulhatnak a nekik kellő, irányítási tárgyú információkért. Ha az információ nem érhető el készen, a tagok és a BIS közösen döntenek el, hogy mi a célszerűbb megoldás: közvetlenül egy másik taghoz fordulni, vagy egy ad hoc felmérést végezni a teljes hálózatban. Ha a tagok egyénileg keresik meg a másik tagot, a BIS-t informálják, másolatot küldenek a válaszról. Ez lehetővé teszi a BIS számára, hogy „klíringházként” működjék, és ha hasonló információt igényelne más jegybank, azonnal rendelkezésére bocsáthassa, illetve meg tudjon világítani bizonyos kérdéseket, ami igen hasznos lehet egy szisztematikus vagy „mélyre fúró” munkánál.

3. A hálózat tagjai a hálózat vezető csoportja (steering group) számára inputot nyújtanak az intézményüket leginkább foglalkoztató irányítási kérdések felvetésével, ezáltal segítik az irányító csoportot abban, hogy prioritásokat állítsanak fel az információk begyűjtésében és elemzésében.

Az említett jegybanki irányítás vezetői csoportja egy jegybankelnökökből álló testület, amely a BIS-nek iránymutatást nyújt a jegybanki irányítási kérdésekkel kapcsolatos munkához, ami a központi banki funkciókkal és általános intézményi működéssel kapcsolatos információk gyűjtését és elemzését jelenti.

A jegybanki irányítási munka legfőbb fókuszja az az intézményi és szervezeti keret, amelyen belül a jegybankok a monetáris- és pénzpolitikájukat kifejtik, nem pedig a politikák maguk.

A vezető csoportot 1997-ben alakították, szükség szerint, általában 3–6 havi gyakorisággal ülésezik.

A zárt hálózati honlapon<sup>9</sup> a felelős jegybanki irányítás címszó alatt információcsoportokat találunk. A Tudástár címszó alatt például a következő információcsoportok szerepelnek (ezeken belül olvashatók a publikációk, elemzések, elhangzott előadások, konferenciák anyagai):

- *Jogi alapítás, mandátum, irányítás és elszámoltathatóság*
- *Az egyes jegybanki mandátumokhoz és tevékenységekhez kapcsolható irányítási kérdések*
- *A jegybank és a kormány kapcsolata*

9 A hálózatot általában intézményi, azaz jegybanki és felügyeleti felhasználók érhetik el, de hozzáférésük van azoknak az úgynevezett professzionális felhasználóknak is, akik a BIS-nek készítenek publikációkat.

- *A piaccal és a nyilvánossággal kapcsolatos kommunikáció*
- *Pénzügyi szempontok: számvitel, auditálás, controlling, kockázatkezelés*
- *Szervezet, erőforrások, hatékonyság, tervezés, költségvetés-készítés*

### **3.1. A Central Bank Governance Network 2004-es fóruma**

A Central Bank Governance Network 2004. novemberében tartotta első olyan fórumát, ahol személyesen megjelent több mint negyven központi bank és monetáris hatóság képviselője, hogy információt cseréljen a központi bankok irányítási kérdéseiről.<sup>10</sup> A fórumon elhangzott, hogy nincs irányítási modell, hivatalosan elfogadható „best practice checklist”, amely mindegyik központi bankra érvényes lenne, mivel az egyes országok központi bankjainak gazdasági és politikai környezete meglehetősen eltérő lehet. Egy központi banknak fontosabb a függetlensége és a monetáris, illetve szabályozásban foglalt céljainak megvalósítása, mint azok formális kinyilvánítása.

Ezért a központi banki irányítás inkább művészet, mint tudomány.

Ugyanakkor a jegybankok működésében számos állandó tényező található, ezért beszélhetünk közös irányítási elvekről. A pénzügyek, a pénz, a bankárság viselkedése ugyanis nagyon hasonló – a globalizáció és a piacok liberalizálása még inkább aláhúzza a közös vonásokat, ezért van mit tanulni egymástól.

A tanácskozáson tehát – az elhangzottak összefoglalásaként – az egyes központi bankokra vonatkoztatható, közös irányítási elvek keresése és alkalmazása mellett érveltek, hangsúlyozva, hogy mindenki találja meg a szervezete számára alkalmas, legjobb gyakorlatot. Kiindulásként említették a főként nemzetközi szervezetek (például a már említett OECD, BIS, IMF) által kidolgozott, felelős irányítási ajánlásokat, illetve az egyes országokban a közszférára kiterjedő próbálkozásokat, valamint olyan irányítási értékeket, mint a függetlenség, önzetlenség, elszámoltathatóság, átláthatóság, objektivitás, tisztesség, becsületesség és a vezetői képesség, amelyek a corporate governance ajánlások alapjai is. Kifejtették, hogy bár fontos a minél nagyobb autonómia, egy központi banknak fékek és ellensúlyok között kell működnie:

– ajánlatos a monetáris politikai és egyéb megvalósítandó célok törvénybe foglalása, valamint a pénzügyminisztériummal való együttműködés rögzítése;

– lényeges a minél jobb átláthatóság, valamint kapcsolat a médiával, a törvényhozással és egyéb érdekeltekkel, hogy a széles nyilvánosság megérthesse a központi bank közérdekű döntéseit és azok jelentőségét mind a gazdaság, mind az állampolgárok szempontjából;

– be kell építeni az alapvető fékeket és ellensúlyokat a központi bank külső és belső irányításába, amelynek fontos része az etikai kódex;

– a monetáris politikai és szabályozási döntéseket bizottságban hozzák meg, a közérdek képviselőjének részvételével.

<sup>10</sup> A következőkben a fórum jegyzőkönyvének rövid kivonatát közöljük.

#### 4. NÉHÁNY JEGYBANK GOVERNANCE-FELFOGÁSA ÉS -GYAKORLATA

Az EU jegybankjai közül két jegybank foglalkozik oly módon a jegybanki governance kérdéseivel, hogy saját gyakorlatát irányadónak tekinti, ezért a jegybanki közösséggel szemináriumokon meg is osztja: a Bank of England és a Deutsche Bundesbank.

Tekintettel arra, hogy mindkét jegybank szemináriumán részt vettem, módomban áll összehasonlítani a két bank azonos szakirodalmi kiindulású, mégis különböző hangsúlyú governance-felfogását.

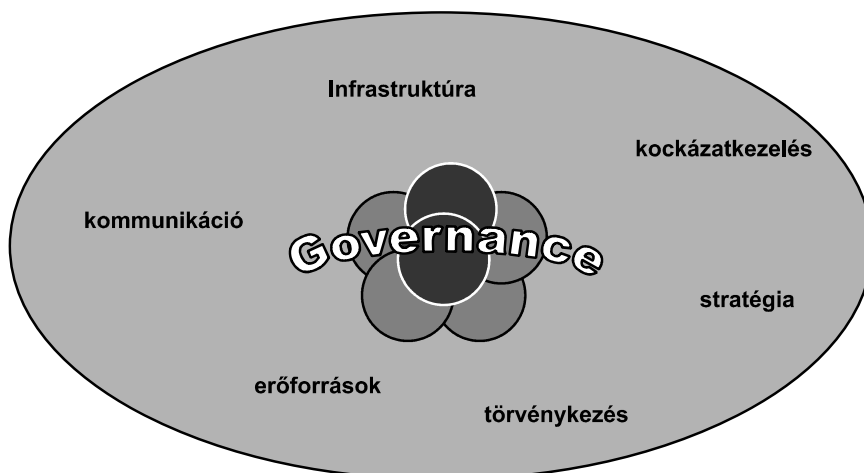
##### 4.1. A Bank of England (BoE) megközelítése

A BoE a governance-ot alapvetően az OECD megközelítés szerint értelmezi, ugyanakkor a jegybankot közintézménynek tekinti, amelynek úgy kell működnie, hogy **eleget tegyen az érintett csoportok (stakeholderer) hosszú távú érdekeinek**, ellensúlyként szolgálva azon közintézményekkel és más szereplőkkel szemben, amelyek elsősorban a rövid távú érdekek kielégítésében érdekeltek. Az „érintett csoportok” kifejezés alá tartozik a pénzügyi szektor, a kormányzat, a gazdasági vállalkozók, a parlament, de az egyes állampolgár is, aki fogyaszt, megtakarít, befektet, és hitelt vesz fel, és mint ilyen, a tartósan stabil, alacsony inflációjú gazdasági környezetben erősen érdekelt.

A jegybanki governance legfőbb célja az értékteremtés, amely távolról sem azonos a profittal.

1. ábra

#### Governance: irányítás és kontroll



Forrás: Center for Central Banking Studies Bank of England tanfolyam anyaga, 2004. október 19.

A BoE governance-felfogása a menedzsment-szakirodalom public sector value modelljéhez<sup>11</sup> áll közelebb, amely az értékteremtésre összpontosít a következő elvek alapján:

A jegybankok mint közintézmények a köz javát szolgálják. Ezeket az értékeket a közintézmények közpénzekből közvetlenül vagy közvetve hozzák létre. Idetartozik tevékenységük **eredménye** (például a lakosság jobb egészségügyi állapota), **a szolgáltatásnyújtás** (például az orvosi alapellátás biztosítása), és az, hogy tevékenységükkel **megte-remtsék a bizalmat** (például az állami egészségügyi rendszerben).

Melyek azok az **értékek**, amelyeket egy jól működő jegybank a közjó érdekében előállíthat?

A választ több irányból lehet megközelíteni: sikeres tevékenységének **eredménye** a monetáris és pénzügyi stabilitás. **Szolgáltat:** helyes monetáris politikai döntéseket hoz, és jól hajtja végre azokat, felügyeli a fizetési rendszereket, pénzügyi adatokat, információkat szolgáltat, stb. Végül **bizalmat épít:** alacsony inflációs várakozásokat idéz elő; biztonságérzetet vált ki, amely a pénzügyi szektor stabilitásába vetett bizalmon alapul; természetessé teszi a készpénzkímélő eszközök fenntartás nélküli használatát, stb.

A jegybankok felhalmozott értéke a jó hírnév. A jegybanki irányítás egyik fontos sajátossága a jegybanki függetlenség, ami világos célokat és elszámoltathatóságot igényel. Az elszámoltathatóság megköveteli az átláthatóságot, ez a kettő pedig segít fenntartani a függetlenséget.

Ezzel összefüggésben a jegybankoknak ugyanakkor **hatékonyak** kell lenniük, hiszen közpénzből fenntartott intézmények.

Az elszámoltathatóság és kontroll ügyében a BoE az audit bizottság szerepét emeli ki; a különféle kockázatok kezelését igen fontos governance-kérdésnek tekinti.

#### ***4.2. A Deutsche Bundesbank megközelítése***

A Deutsche Bundesbank alapvetően kereskedelmi banki megközelítést alkalmaz. Ennek az az oka, hogy a DBB felépítése, működése, profilja valóban sok banki jelleget hordoz.

A DBB 2002-ben jelentős átalakításon ment át: a korábbi független 9 tartományi jegybank a DBB régióközpontjaivá vált. Mostanra sikerült ezek szervezetét, technológiáját egységessé tenni, a policykérdéseket központosítani. A régióközpontok alatt 62 fiók működött, 2007-re ezek számát 47-re csökkentik. A fiókok alá további 20 kirendeltség is tartozik, ezeket szintén bezárják. A központban nem egészen négyezren dolgoznak.

A regionális központok feladata kettős: egyfelől a készpénz- és számlaműveleteket végzik, továbbá jelentős a szerepük a pénzügyi felügyeletben. Németországban a bankfelügyelet megosztott: van egy bankfelügyelet is, de annak nincs hálózata, a területi helyszíni ellenőrzést a regionális központok végzik. A DBB központjában is van bankfelügyelet, onnan is végeznek on-site ellenőrzéseket, főként a Basel II.-höz kapcsolódóan.

<sup>11</sup> JUPP, VIVIENNE–YOUNGER, MARK P.: A Value Model for the Public Sector, Outlook Journal, 2004. február, [http://www.accenture.com/Global/Research\\_and\\_Insights/Outlook/By\\_Alphabet/ASector.htm](http://www.accenture.com/Global/Research_and_Insights/Outlook/By_Alphabet/ASector.htm)

A regionális központok és fiókok miatt a létszám ma is 13 ezer fő. 2010-re ezt 10 300-ra akarják csökkenteni. Ezenkívül 450 közalkalmazotti gyakornokuk van, a középfokú végzettségűek 21 hónap, a felsőfokúak 24 hónapos gyakorlattal. A közszolgálati szektor alacsony felszívó képessége miatt legutóbb már csak 300 gyakornokot vettek fel, lényegében csak a saját utánpótlásukat képzik.

A DBB alkalmazottainak körülbelül 57%-a közalkalmazott. (Ők a karrierorientált generalisták, a többiek úgynevezett munkaorientált specialisták. A két kategória között létezik átjárás, specialistából is lehet közalkalmazott, de ez nem több, mint évi 30 fő. A generalista munkaköröket először belülről, közalkalmazottakkal pályáztatják meg, és ha nem találnak megfelelőt, akkor pályázhat belső specialista, és csak azután külső.)

A legnagyobb problémájuk, hogy a bezárandó fiókok munkatársai is közalkalmazottak, így lehetetlen leépíteni őket<sup>12</sup>.

A múltban gyökerező és a közalkalmazotti státushoz kapcsolódó kedvezmény a dolgozói számlavezetés. Teljes körű retailbank-szolgáltatást nyújtanak az összes dolgozónak, és nemcsak folyószámlát, hanem értékpapírszámlát is vezetnek, díj nélkül.

Ebből viszont sikerült erényt kovácsolniuk, mert az összeférhetlenségi, illetve bennfentes szabályaik erre építkeznek: például a kétszáz lényeges információval rendelkező (főként vezető beosztású) munkavállaló köteles a napi számlamozgását a compliance officernek jelenteni. A többiek csak kérésre szolgáltatnak adatot, akkor viszont kötelezően.

A fentiekből következően a DBB megközelítésében a költséghatékonyság kevésbé hangsúlyos, viszont nagyobb szerepet kap a hagyományos banki compliance-tevékenység. A stakeholderok között említik a pénzmosás, csalás, korrupció elleni küzdelmet; a kereskedelmi bankokat privát versenytársaknak(!) tekintik, amelyek a pénzfeldolgozást „elszívják” a jegybank elől. Ez utóbbi területen a szolgáltatások árazása kérdéses (jelenleg ugyanis a jegybank nem számol fel díjat).

Általánosságban elmondható, hogy a DBB önmagát sokkal inkább banknak tekinti, mint a BoE. A DBB mint bank nagy hangsúlyt fektet a működési kockázatok, IT-kockázatok kezelésére, az üzletfolytonossági tervekre és azok tesztelésére.

### ***4.3. Felelős vállalatirányítás a Magyar Nemzeti Bankban***

A Magyar Nemzeti Bank irányításában alapvető változást jelentett a 2001-es új jegybanktörvény életbe lépése.

A jelenleg hatályos jegybanktörvény az EKB ajánlásait, a legjobb európai gyakorlat figyelembe véve, az egyszemélyi irányítás helyett testületi irányítást határozott meg. A döntéshozatal alapvetően két testületben folyik: a monetáris tanácsban (policy board) és az igazgatóságban (implementatiton board).

A 2001-ben mandátumot kapott új vezetés az új törvény alapján és a legjobb európai jegybanki gyakorlatot szem előtt tartva kezdte kialakítani irányítási, működési rendszerét.

<sup>12</sup> Jelenleg ezek közül majdnem ezren vesznek részt a korai nyugdíjazási programban: 55 éves korban elmehetnek nyugdíjba, ha a megelőző évben vállalják a kétfázisú programot, az első szakaszban teljes munkaidőben, de csökkentett javadalmazással dolgoznak, majd csökkentett javadalmazást kapnak munka nélkül.

2005-ben, az eltelt időszak mérlegének megvonásaként, a bank igazgatósága a felelős irányítási ajánlásoknak való **megfelelést** értékelte. Az értékelés az igazgatóság tevékenységére összpontosított, és nem foglalkozott a monetáris tanács tevékenységével, továbbá nem minősítette a jegybanktörvényt.

Az alkalmazott módszer a minőségirányításból kölcsönzött *önértékelés* volt. Az önértékelés a szervezet rendszeres átvilágítása az adott követelményrendszernek megfelelően, ahol a szervezet egy minőségi modellhez tartozó kritériumok alapján készíti el az elemzést működéséről, módszereiről és eredményeiről. A (minőségi) modellek általában széles körű, sokéves tapasztalatot sűrítő, nemzetközileg is általánosan elfogadott kritériumok halmazát, nagy számú benchmarkingvizsgálat eredményeit tömörítik, és a közvélekedés szerint, ha egy szervezet azoknak megfelel, nagy valószínűséggel vélelmezhető, hogy jól működik (minőségirányítása megfelelő).

Az MNB az önértékelés módszertanát a humán területeken már régóta alkalmazza (360 fokos vezetői értékelés, dolgozói elégedettség vizsgálata). A teljes irányítási rendszer szisztematikus, modell alapján történő értékelését azonban eddig nem végezte el. Irányítási rendszerre vonatkozó modell a szakirodalomban a tőzsdén jegyzett cégekre létezik. Ezt, valamint a bázeli elveket lehet a jegybanki sajátosságok figyelembevételével átszabni. Ezt az eljárást követi a jegybanki irányításra vonatkozó szakirodalom is, jóllehet modellszerű megközelítés még nem létezik, csupán ajánlások, összetevők halmazáról van szó.

Az alábbiakban az önértékelés táblázatos részét ismertetem.

1. táblázat

#### AZ MNB megfelelése a corporate governance ajánlásoknak

Ajánlás	Az ajánlásnak való megfelelést biztosító MNB-szabály, illetve -eljárás
<b>A részvényes(ek) jogainak</b> , a tulajdonosi kulcsfunkciók gyakorlásának biztosítása; megfelelő szintű és gyakoriságú kapcsolattartás a részvényes(ek)kel	MNB törvény (tv.)
<b>Stratégiai célok, szervezeti értékek</b> felállítása, kommunikálása a szervezet számára, ezek folyamatos teljesítésének igazgatósági felügyelete. Fontos, hogy az értékek tiltsák az összeférhetetlenséget, a bennfentes információkkal való visszaélést, a korrupciót, biztosítva legyen, hogy a devianciát a megfelelő szintű menedzsmentnek jelentsék	MNB tv., éves jelentés, középtávú célkitűző rendszer, teljesítmény-menedzsment rendszer, etikai kódex, belső összeférhetetlenségi szabályok
Az igazgatóságnak <b>stratégiai irányító</b> , ellenőrző szerepe van, nem vesz részt az operatív döntéshozatalban	MNB tv., igazgatóság ügyrendje

Ajánlás	Az ajánlásnak való megfelelést biztosító MNB-szabály, illetve -eljárás
A felelősség és elszámoltathatóság tiszta vonalának felállítása a szervezetben	MNB tv., SZMSZ, belső szabályok, döntési hatásköri lista
Átlátható legyen a vezető testület jelölési és kiválasztási eljárása	MNB tv.
Biztosítani kell, hogy a vezető testület tagjai <ul style="list-style-type: none"> <li>– a pozíciójukra alkalmasak, képzettek legyenek,</li> <li>– a szerepük tisztán érthető legyen,</li> <li>– illetéktelen befolyástól mentesek legyenek,</li> <li>– megfelelő létszámban működjenek,</li> <li>– objektíven döntsenek</li> </ul>	MNB tv.
Az igazgatóság <b>ügyrenddel</b> rendelkezzen; rendszeresen ülésezzen; határozza meg feladatait; írja elő a rendkívüli ülés, napirend, előterjesztés, jegyzőkönyvezés szabályait, és éves munkatervet alakítson ki; értékelje a testület egészének és a testület tagjainak teljesítményét	MNB tv., az igazgatóság ügyrendje; féléves munkaterv
Az igazgatóság jusson hozzá időben a pontos, releváns információkhoz.	ügyrend
Létezzen <b>független felügyelő testület</b> , amelynek jelentéseket készítenek	MNB tv.
A <b>menedzsment</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>– megfelelő felügyeletét az igazgatóság biztosítja,</li> <li>– javadalmazási, munkateljesítmény-értékelési elveit az igazgatóság határozza meg,</li> <li>– tagjai feltétlenül rendelkezzenek a megfelelő képességgel, tudással,</li> <li>– döntéseiket széles körben, a négy szem elve alapján kellene meghozniuk</li> </ul>	MNB tv., SZMSZ, az igazgatóság ügyrendje, munkaköri és teljesítménymenedzsment rendszer, belső szabályok
Az igazgatóság (felügyelő testület) tagjaiból álló <b>független bizottságok felállítása</b> , amelyek nem hoznak önálló döntéseket, hanem ellenőriznek, javaslatokat és előterjesztéseket tesznek. Kiemelt ajánlások: <ul style="list-style-type: none"> <li>– kockázatkezelő bizottság, amely a hitel-, piaci-, likviditási-, működési-, jogi- és egyéb kockázati tevékenységet felügyeli,</li> <li>– audit bizottság, amely a külső, belső auditot kíséri figyelemmel</li> </ul>	szakmai bizottságok rendszere

Ajánlás	Az ajánlásnak való megfelelést biztosító MNB-szabály, illetve -eljárás
A <b>belső kontrollok</b> olyan rendszerét alakítsák ki, amely biztosítja, hogy a kitűzött teljesítménycélokat a szervezet elérje	MNB tv., belső szabályok, belső audit, teljesítményértékelési rendszer
<b>Függetlenített belső audit</b> , amely az igazgatóságnak vagy a felügyelő testületnek és a menedzsmentnek rendszeresen objektív és független jelentést tesz	MNB tv., SZMSZ, az igazgatóság, a felügyelőbizottság, az auditbizottság ügyrendje, belső szabály a független belső ellenőrzésről
<b>Külső, belső auditorok</b> munkájának hatékony hasznosítása	igazgatóság, felügyelőbizottság, auditbizottság ügyrendje, belső szabály a független belső ellenőrzésről
A <b>kockázatkezelési irányelvek meghatározása</b> , rendszeres áttekintése, a kockázatmenedzselés szervezeti kereteinek meghatározása az igazgatóság feladatköre	MNB tv., SZMSZ, igazgatóság ügyrendje, belső szabályok
Az <b>éves költségtervet, üzleti tervet</b> az igazgatóság hagyja jóvá	MNB tv., igazgatóság ügyrendje
Az igazgatóság felelős azért, hogy az <b>éves beszámoló</b> valóságos, megbízható képet adjon	MNB tv., külső auditor
Az igazgatóság biztosítja, hogy a működés a jogszabályoknak, érvényes sztenderdeknek megfeleljen	SZMSZ, belső szabályozás rendszere
<p><b>Az egyéb érdekeltek (munkavállalók/ nyilvánosság/ beszállítók)</b> szerepe a corporate governance-ben:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– az egyéb érdekeltek jogait tiszteletben kell tartani,</li> <li>– bátorítani kell az aktív együttműködést a társaság és egyéb felek között,- jogsérüléskor hatásos orvoslást kell nyújtani, amely szerint érdekeiket védi a jog,</li> <li>– a teljesítménynövelésben ösztönözni kell a munkavállalókat,</li> <li>– eljárásuk során meg kellene kapniuk a fontos, hasznos, megbízható információkat időben, szabályozott mód szerint,</li> <li>– az egyebeknek (benne az egyéni munkavállalóknak és reprezentatív testületeiknek) szabadon véleményt nyilváníthassanak a vezető testület jogtalan, etikátlan gyakorlatáról, és nem kellene engedni ezek elsimítását</li> </ul>	Üzemi tanács, szakszervezet, kollektív szerződés, látogatóközpont, MNB-honlap, intranet, kiadványok, humán ösztönzési rendszer, elégedettségi felmérés, belső szabályok



Ajánlás	Az ajánlásnak való megfelelést biztosító MNB-szabály, illetve -eljárás
<p>A <b>kompenzáció</b> legyen összhangban a szervezet etikai értékeivel, céljaival, stratégiájával, az ellenőrzési környezettel: motiválni kell a munkavállalókat, hogy cselekedjenek a legjobb tudásuk szerint</p>	<p>teljesítményértékelési rendszer</p>
<p>A <b>kommunikációt</b> az igazgatóság felügyeli. Az igazgatóság felelős azért, hogy a szervezet megfelelően átlátható legyen. Az igazgatóság határozza meg azokat az alapelveket, amelyek biztosítják, hogy a szervezetet érintő, minden jelentős információt pontosan, hiánytalanul és időben közzé tegyenek. Éves ellenőrzésen ajánlatos felmérni a nyilvánosságra hozatali folyamatok hatékonyságát, és erről éves jelentésben kellene beszámolni.</p>	<p>igazgatóság ügyrendje, kommunikációs beszámoló, publikációs naptár</p>
<p><b>Transzparencia</b>, a nyilvánosság tájékoztatása kívánatos a következő területeken:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– vezető testületek struktúrája (tagok, képzettség-tapasztalat, bizottságok)</li> <li>– menedzsmentstruktúra (felelősségek, jelentési vonal, képzettség-tapasztalat)</li> <li>– alap szervezeti struktúra</li> <li>– ösztönzési struktúra (díjazás, jutalmazás)</li> <li>– az üzleti kapcsolatok természete és kiterjedése</li> <li>– tevékenységének, gazdálkodásának eredménye</li> <li>– működését, gazdálkodását befolyásoló kockázati tényezők, kockázatkezelési irányelvek</li> <li>– etikai normák, bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos irányelvek</li> </ul>	<p>MNB-honlap, éves jelentés</p> <p>MNB-honlap, éves jelentés</p> <p>MNB-honlap, éves jelentés</p> <p>Intranet, éves jelentés</p> <p>MNB-honlap, éves jelentés</p> <p>Éves jelentés</p> <p>Inflációs jelentés, éves jelentés, egyéb kiadványok, intranet</p> <p>Intranet, belső szabályok</p>
<p>A <b>szervezet társadalmi felelősséggel tevékenkedjék</b>: egyéb érintettek (munkavállalók, ügyfelek, beszállítók, természeti környezet, helyi közösségek) érdekeit figyelembe veszi és mérlegeli döntéseinek hatását az érintett felekre</p>	<p>Látogatóközpont, támogatási tevékenység, roma támogatási program</p>

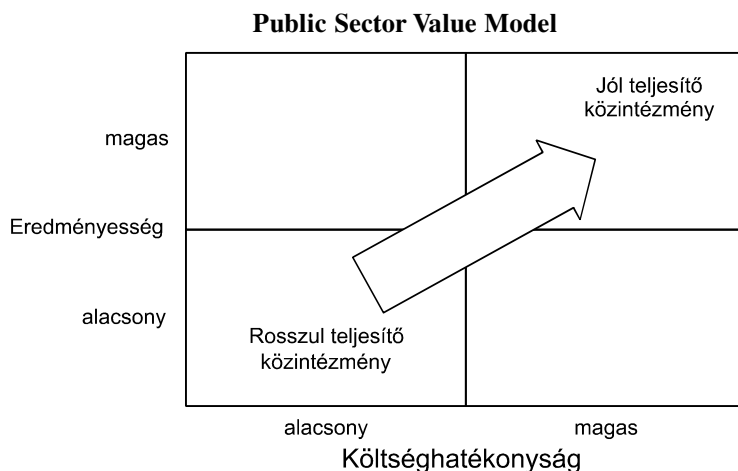
Az önvizsgálat alapján az MNB Igazgatósága a governance-ot alapvetően helyesnek és a nemzetközi gyakorlathoz képest megfelelőnek ítélte. A 2005-ös önértékelés világított rá arra, hogy a működési kockázatok kezelése nem kap kellő hangsúlyt. Ezután került be a működési kockázatok kezelésével foglalkozó fejezet az éves jelentésbe, majd alakult át az Audit bizottság Audit és működési kockázatok bizottsággá.

Ugyanakkor az igazgatóság úgy döntött, hogy az önértékelést évente megismétli. Az dokumentumot a felügyelőbizottság is áttekintette, és a rendszeres önértékelést hasznosnak ítélte.

A 2006-os önértékelést az MNB a BoE public sector value modellje alapján végezte el, továbbra is az igazgatóság munkájára összpontosítva.

A modell az alábbiak szerint értékeli egy közintézmény teljesítményét:

2. ábra



Forrás: [http://www.accenture.com/Global/Research\\_and\\_Insights/Outlook/By\\_Alphabet/ASector.htm](http://www.accenture.com/Global/Research_and_Insights/Outlook/By_Alphabet/ASector.htm)

Az MNB esetében az árstabilitást mint elsődleges célt, továbbá a Jbty.-ben foglalt feladatainak ellátását, valamint a működési költségek alakulását érdemes vizsgálni az eredményesség és hatékonyság megítélésénél.

#### 4.3.1. Eredményesség – szolgáltatás<sup>13</sup>

Az inflációs célkövetésre épülő monetáris stratégia 2001-es bevezetése óta eltelt időszakban az infláció jelentősen mérséklődött, a trendinflációs mutatók 2003 óta 3–4% körüli szinten ingadoznak. Ugyanakkor a fogyasztói árindex sokkal nagyobb volatilitást mutat, ami elsősorban az inflációs folyamatot közvetlen módon érintő kormányzati intézkedések (adóváltozások, regulált árak) hatását tükrözi. Az adóemelések hatásától eltekintve, a kormánnyal közösen kitűzött inflációs célok 2003 kivételével minden évben teljesültek.

<sup>13</sup> A témát csak jelzésszerűen, felsorolásként tárgyalom.

A bank a hagyományos banki területen folyamatosan fejleszti szolgáltatásait, a korábbi, inkább hatósági magatartásról elmozdulva partneri viszonyt alakít ki ügyfeleivel. Az üzemidő meghosszabbítással alkalmazkodik a partnerek igényeihez.

A pénzforgalom terén aktív kommunikációt folytat a bank a piaci szereplőkkel. Életre hívta a Fizetési Rendszer Fórumot, illetve annak döntéshozó testületét, a Fizetési Rendszer Tanácsot, ahol a pénzforgalom meghatározó szereplői közös felelősséggel fejlesztik a pénzforgalmi szolgáltatásokat.

Az emisszió, pénzfeldolgozás terén is jelentős változás állt be, teljes mértékben megvalósul a „nagybani” forgalmazás, a pénzfeldolgozók új típusú ellenőrzésével minőségi javulás következett be.

A jegybank statisztikai tevékenységében jelentős változást hozott a minőségbiztosításra alkalmazott módszerek, eszközök fejlesztése. Az MNB az általa előírt adatszolgáltatások minőségének javítása érdekében erősítette a távoli, nem helyszíni ellenőrzéseket, nagyobb hangsúlyt fektetett az adatszolgáltatók munkájának támogatására megfelelő konzultációs lehetőségekkel, szükség szerint oktatással; illetve – új felhasználói igények miatti adatszolgáltatások elrendelése esetén – az adatszolgáltatókkal való korai egyeztetésekkel. Az MNB éves értékelő levélben évek óta ad visszajelzést a hitelintézeti bankoknak, szakosított hitelintézeteknek adatszolgáltatói tevékenységükről. A felhasználói elégedettség mérésére szolgáló kérdőívek eredményei alapján az MNB folyamatosan hajt végre fejlesztéseket statisztikai publikációiban.

#### 4.3.2. *Bizalom*

Az MNB 2003 óta évente reprezentatív, illetve fókuszcsoportos felmérést végeztet közvéleménykutató cégekkel arról, hogy az elmúlt években miként változott az MNB megítélése, tevékenységi körének ismertsége és az euró bevezetésének lakossági megítélése. A reprezentatív kutatási eredmények összevetésének legfontosabb következtetése, hogy a jegybank 2003-hoz képest 2004-ben megduplázódott bizalmi indexe 2006-ban újra megerősítést nyert, hitelessége továbbra is az Alkotmánybíróságéval vetekszik, miközben a PM, a kormány vagy a parlament megítélése szignifikánsan romlik az utóbbi években.<sup>14</sup>

#### 4.3.3. *Költséghatékonyság*

A hatékonyság objektívebben ítélnél meg akár dinamikájában, akár nemzetközi összehasonlításban nézve.

A *dinamikát* tekintve álljon itt az Állami Számvevőszéknek, a Magyar Nemzeti Bank 2005. évi működésének ellenőrzése<sup>15</sup> tárgyú jelentéséből egy részlet:

*„Az MNB gazdálkodása azt a célt szolgálja, hogy megfelelő keretet biztosítson törvényben rögzített feladatai megvalósításához. Ennek érdekében stratégiájában olyan, hatékonyan működő banküzem kialakítását tűzte ki célul, amely rendelkezik a megfelelő humán- és technikai erőforrásokkal. Az elmúlt években az MNB a banküzemi működés korszerűsítésén, a jegybanki feladatokhoz nem tartozó tevékenységek megszüntetésén túl*

14 Részletesen l. [http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_newsletter&ContentID=9123](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_newsletter&ContentID=9123)

15 Részletesen l. [http://www.asz.hu/ASZ/www.nsf/0622-es\\_jelentés](http://www.asz.hu/ASZ/www.nsf/0622-es_jelentés).

javitotta a munkafolyamatok átláthatóságát, egyszerűsítette szervezetét. A 2001. évi adatokhoz viszonyítva 2005 végére létszámát 30%-kal csökkentette, működési költségei pedig – a 2003. év végéig tartó jelentős mérséklődést követő emelkedés hatására – nominálértéken közel azonos szinten maradtak. Ez reálértéken mintegy 33%-os csökkenést jelent.”

A nemzetközi összehasonlításhoz szintén rendelkezésre állnak adatok, amelyeknek – tekintettel a világ jegybankjainak igen eltérő szélességű mandátumára – csak irányait célszerű figyelembe venni.

Egy nemzetközi felmérés<sup>16</sup> szerint az **OECD országok jegybankjaiban a következő mutatók** hasonlíthatók össze:

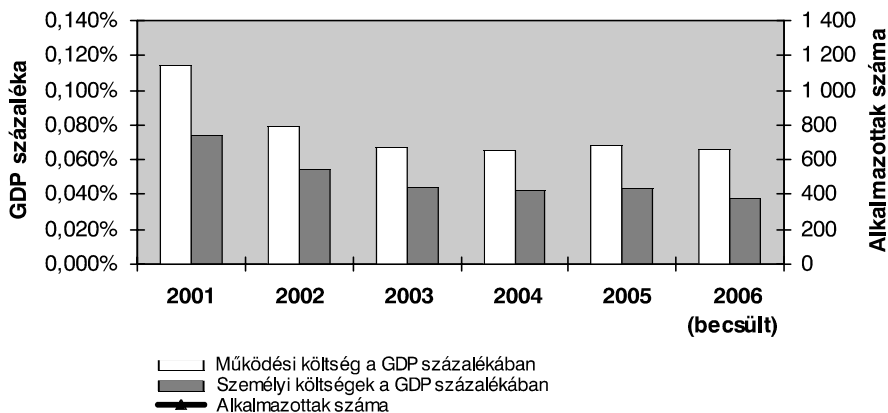
- A jegybanki alkalmazottak éves költségének a lakosság 1 főre jutó összege: 3–25 USD (MNB 2005: 4,36 USD)
- Az alkalmazottak költsége a GDP-hez viszonyítva: 0,01–0,14% (MNB 2005: 0,044 %)
- Jegybanki alkalmazott átlagköltsége: 40 000–212 000 USD (MNB 2005: 49 650 USD)

Az MNB minden mutatója az alsó ¼ sávján belül helyezkedik el, a sáv alján. Így elmondható, hogy az MNB nemzetközi összehasonlításban is hatékony jegybank.

Még részletesebb és árnyaltabb összehasonlítást végezhetünk a dán jegybank 2006. 35. számú, „A dán jegybank működési költségei és az alkalmazottak száma nemzetközi összehasonlításban” című, a dán közgazdasági szakterület által jegyzett Working Paper-jének felhasználásával. A dán publikációi adatai közé elhelyeztük Magyarországot, átvettük a táblastruktúrát, illetve az adatokat dán koronáról konvertáltuk euróra.

3. ábra

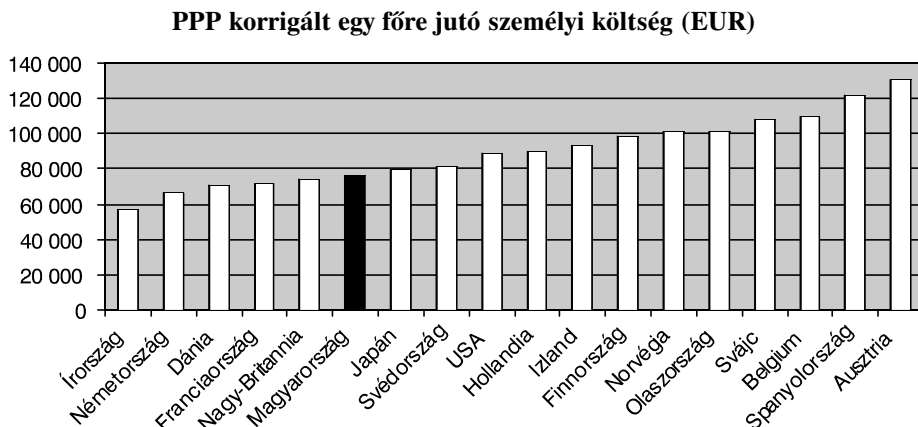
### Működési és személyi költségek a GDP százalékában és az alkalmazottak száma



Forrás: A dán jegybank működési költségei és az alkalmazottak száma nemzetközi összehasonlításban (a Working Paper 2006. 35. felhasználásával)

A létszám és működési költségek csökkenésének dinamikája legjobban ebből a táblázatból értelmezhető. Személyi költségeink a GDP-hez mérten is szignifikáns csökkenést mutatnak.

4. ábra



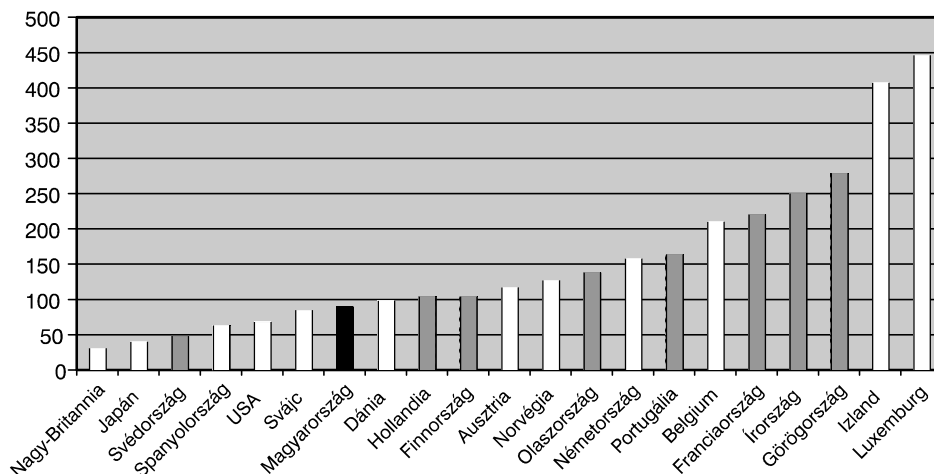
Forrás: A dán jegybank működési költségei és az alkalmazottak száma nemzetközi összehasonlításban (a Working Paper 2006. 35. felhasználásával), PPP=vásárlóerő-paritás

Ez a táblázat abból a szempontból érdemel figyelmet, hogy az MNB hol helyezkedik el a „relatív jövedelmi listán”.

A nagy fiókhálózatot üzemeltető jegybankokat (a franciát és a németet) leszámítva – ahol a hálózatban sok alacsony jövedelmű munkavállaló dolgozik –, az MNB az alsó harmadba tartozik. (Külön figyelmet érdemel az osztrák jegybank kimagasló értéke.)

5. ábra

**1 millió lakosra jutó alkalmazottak száma országonként**  
(a szürke színnel jelölt országokban a bankfelügyeletet a központi bank látja el)



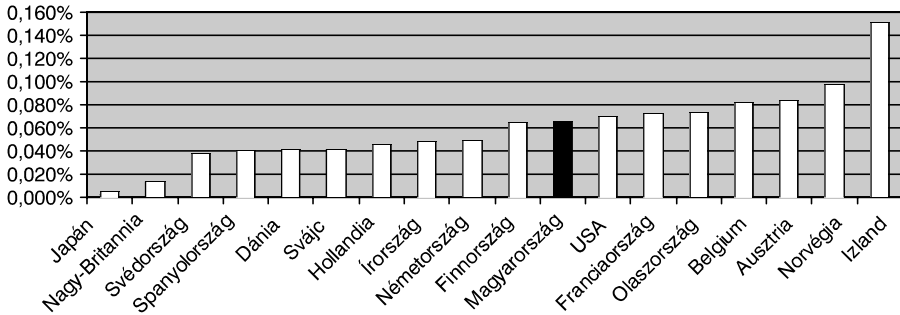
Forrás: A dán jegybank működési költségei és az alkalmazottak száma nemzetközi összehasonlításban (a Working Paper 2006. 35. felhasználásával)

E táblázat értelmezéséhez figyelmen kívül kell hagyni a nagyon kicsi és a nagyon nagy létszámú lakossággal rendelkező országokat, mert ezektől nem várható el a lét-szamarányosság; ugyancsak nem vehetjük alapul a felügyeleti tevékenységet folytató jegybankokat.

E korrekció után viszont megállapítható, hogy az MNB e tekintetben igen jó helyet foglal el.

6. ábra

### Működési költség a GDP százalékában (2004)



Forrás: A dán jegybank működési költségei és az alkalmazottak száma nemzetközi összehasonlításban (a Working Paper 2006. 35. felhasználásával)

A GDP-hez való viszonyítás látszólag kedvezőtlen számunkra, de figyelembe kell vennünk azt a nyilvánvaló tény, hogy az összehasonlítás alapjául szolgáló országok GDP-je jelentősen magasabb a miénkénél.

A 2006-os önértékelés alapján az igazgatóság megállapította, hogy az MNB vezetése a 2001 óta máig tartó időszakban a nemzetközi ajánlásoknak megfelelő, felelős jegybanki irányítási gyakorlatot honosított meg. A bank tevékenysége eredményes, szolgáltatásai javultak, a bank iránti bizalom növekedett, és mindezt jelentős költség-hatékonyság-javulás mellett érte el.

A jövőbeni fejlesztéseknél az eredményesség és hatékonyság szempontjait mindig együtt kell figyelembe venni.

## ÖSSZEFOGLALÁS

A jegybankok sajátos, sem a piaci, sem az államigazgatási szerveknél megszokott módon nem kezelhető, értékelhető szervezetek. Legfőbb célkitűzésük – az árstabilitás elérése és fenntartása – mellett több, az alapvető vezérelvhez nem, vagy csak alig kapcsolódó feladatuk van.

A célkitűzés megvalósítását számos, a jegybank hatókörén kívüli tényező segíti, illetve akadályozza. A jegybanki működés megítélése tehát akár a célok megvalósulásától is független lehet.

A versenyszektor szereplői a profit maximalizálásra törekcsenek, a jó hírnév ezt megkönnyíti számukra. A jegybankok célja, hogy minél nagyobb hitelességgel rendelkezzenek; a jó hírnév megkönnyíti ennek elérését.

Bár a felelős vezetés a jegybankban is a stratégia, törvénykezés, kockázatkezelés, erőforrásokkal való gazdálkodás, infrastruktúra és kommunikáció egymás átfedő hal-mazának irányítása és kontrollja, illetve a külső és belső résztvevők és érintettek viszonyának rendezése, az egyes tényezők szerepe és jelentősége más a piaci szereplőkhöz képest.

Az érintettek (stakeholders) köre jóval szélesebb, a jegybankok a nemzeti és nemzetközi pénzügyi rendszer elemeként más szereplőkre nagyobb hatással vannak.

A jó hírnév mint jegybanki fő cél nehezen mérhető.

A jegybanki irányítás egyik fontos sajátossága a jegybanki függetlenség. Ez világos célokot és elszámoltathatóságot igényel. Az elszámoltathatóság megköveteli az átláthatóságot, a kettő együtt pedig segít fenntartani a függetlenséget.

Ugyanakkor a jegybankoknak hatékonyak kell lenniük, hiszen közpénzből fenntartott intézmények. Hatékonyságuk megítéléséhez nem adnak elég támpontot a pénzügyi kimutatások. Mindezek alapján a hatékonyságnövelés legfőbb módszere a rendszeres benchmarkingvizsgálat. Ez utóbbit pedig az egyes funkciók szerint eltérő partnerekkel lehet elvégezni, vagy pedig átfogóan egy másik jegybankkal.

A jegybankok közötti benchmarking-tevékenységet a Nemzetközi Elszámolások Bankja, a BIS benchmarkingklubként támogatja, de az igazán árnyalt vizsgálatokhoz csak kevés támogatást tud adni.

A másik lehetséges módszer a külső tanúsítók által végzett minőségi- vagy eljárásaudit, illetve ennek hiányában a rendszeres önértékelés.

A hatékonyságot és minőségjavítást célzó, rendszeres vizsgálat a jegybankok esetében azonban nemcsak lehetőség, hanem – az elszámoltathatóság és átláthatóság követelménye miatt – kötelesség is.

A jegybankoknak, bár méretüket tekintve közepes intézmények, mind a pénzügyi, mind pedig az államigazgatási szektor előtt követendő példát kell mutatniuk.

Mivel a jegybankok nem külső, piaci kényszer alapján növelik hatékonyságukat, a folyamatos fejlesztés, kiválóságra törekvés igényének belső indítatásból kell fakadnia. Ehhez a többi szervezethez képest még erősebb felsővezetői elkötelezettség szükséges.

ERDŐS MIHÁLY

## „De fognak itt a pénztárak nyugdíjat fizetni?”<sup>1</sup>

Gyakran hangzik el a jogos kérdés szakemberektől és laikusoktól egyaránt, amikor a magánnyugdíjpénztárakban és az önkéntes nyugdíjpénztárakban felhalmozott összegek sorsáról van szó. A legtöbb kötelező tőkefedezeti rendszer még csak a felhalmozási szakaszban működik a világban, vagyis nincs sok tapasztalatunk a járadékok kifizetéséről, így alaposan tanulmányozni kell azoknak az országoknak a példáját, ahol a rendszer már beérett. Egy ilyen ország tőkefedezeti rendszerének nyugdíjszabályozását, illetve annak működését mutatom itt be egy rendhagyó könyvismertetésben. Nem a chilei helyzet értékelését találja itt a tisztelt olvasó *Roberto Rocha–Craig Thornburn: Developing Annuities Markets, The Experience of Chile (Járadékpiacok fejlesztése, a chilei tapasztalatok)*<sup>2</sup> című könyvének bemutatása kapcsán, hiszen ahhoz több forrás feldolgozására lett volna szükség. A cikk szerzőjeként arra vállalkozom, hogy a könyv fontosabb fejezeteinek segítségével bemutassam a chilei járadékszabályozás és -működés legfontosabb jellemvonásait, majd néhány, a hazai környezetben is megfontolandónak ítélt javaslatot tegyek.<sup>3</sup>

### 1. BEVEZETÉS

Születtek ugyan elemzések az Egyesült Királyságban, Ausztráliában és az USA-ban működő járadékpiacokról is, de elsőként a világon Chile szolgálhat példaként azon országok számára, amelyek az állami felosztó-kirovó rendszer (pay-as-you-go) mellett/helyett fokozatosan úgynevezett befizetéssel meghatározott (defined contribution) tőkefedezeti elemet vezettek be. A chilei nyugdíjreform eredményeként 1981-ben az állami ellátásokat fokozatosan felváltotta a nem állami szervezetek által kezelt tőkefedezeti elem, ez kötelező volt a pályakezdőknek, és önként választható a már biztosítottaknak. A magyarhoz hasonlatos szabályozás eredményeként 2004-re a biztosítottak 97%-a, körülbelül 3,5 millió ember már az új rendszerben volt tag. A korábbi fejletlen tőke- és járadékpiaccal, valamint gyenge szabályozási és felügyeleti rendszerrel rendelkező országban manapság már az aktív tagság 15%-ának folyósítják a 320 000 életjáradékot és 200 000 banktechnikai járadékot, miközben a nyugdíjalapokban és az élet-

1 Az írás a szerző véleményét tükrözi, amely nem feltétlenül esik egybe a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének hivatalos álláspontjával.

2 A könyv az EBRD/World Bank kiadásában jelent meg 2007-ben.

3 Szeretnék köszönetet mondani Sebestyén Stella és Banyár József kollégáimnak az írás elkészülése során tett hasznos javaslataikért. Ettől függetlenül minden, az írásban szereplő megfogalmazáshoz kapcsolódó felelősség természetesen a szerzőt terheli.



járadékokat fizető életbiztosítóknál felhalmozott vagyon eléri a GDP 60%-át. Ennek eredményeként az életbiztosító társaságok díjbevétele 2004-ben megközelítette a GDP 4%-át. A legfontosabb változás azonban az egységes megközelítés, amely például a nyugdíj-, a tőkepiaci és biztosítási terület fejlesztését is magába foglalja.

## 2. A CHILEI TŐKEFEDEZETI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÁSOK ALAPJELLEMZŐI

A biztosítottak a bér 10%-át kitevő járulékot fizetnek a nyugdíjalapokba az öregségi nyugdíj fedezeteként, és 2,5%-ot az esetleges rokkantnyugdíjak és a hátramaradotti ellátások finanszírozására. Négy garanciaelem működik a tőkefedezeti rendszerben. A felhalmozási időszakra egy minimum hozamgaranciát állapítanak meg a piaci átlagot el nem érők számára, aminek a következménye a szinte azonos befektetési portfólió a nyugdíjalapoknál. A második garancia a felhalmozási időszakban történő rokkantság és halál esetére vonatkozik. A nyugdíjas időszakra érvényes a garantált minimumnyugdíj (legalább 20 év biztosítási időszak után az átlagbér 20–25%-át jelenti), és végül garanciát nyújtanak a nyugdíjszolgáltató esetleges csődje esetére, ami fedezi a minimumnyugdíjat, és egy meghatározott szintig az azt meghaladó rész 75%-át.

A férfiaknál 65 év, a nőknél 60 év a hivatalos nyugdíjkorhatár, de ez inkább csak irányadónak tekinthető, hiszen korábban is el lehet menni nyugdíjba. Ehhez az szükséges, hogy az egyéni számlán felhalmozott összegből kalkulált életjáradék elérje a jogosult a megelőző 10 évben érvényes, átlagos reálbérének legalább a 70%-át, és nem lehet kisebb a nyugdíjminimum 150%-ánál. Egyösszegű felvételre is csak olyan mértékben nyílik lehetőség, hogy ezt a szintet a megmaradt számlaegyenleg biztosítsa. A tényleges, effektív nyugdíjkorhatár 9–10 évvel alacsonyabb a hivatalosnál, hiszen a nyugdíjba vonulóknak körülbelül 40%-a hamarabb megy nyugdíjba. A rokkantellátás összege megegyezik a korai nyugdíjba vonulás feltételeként megszabott minimumszinttel, míg a hátramaradotti nyugdíj házastárs esetén a jelzett viszonyítási alap 50%-a, a 21 évnél fiatalabb gyermekeknek pedig fejenként 15% jár.

Az öregségi ellátások három típusa különböztethető meg; életjáradék (annuity), banktechnikai járadék (phased withdrawal) és időszaki felvétel (temporary withdrawal). Életjáradékokra mindenki jogosult, akinek a számlaegyenlege eléri a nyugdíjminimum folyósításához szükséges mértéket. Akinél ez nem teljesül, az köteles a nyugdíjminimum mértékéig banktechnikai járadékot igényelni, s az egyéni számla kimerülése után belép az állami garancia a nyugdíjalapokon keresztüli folyósításra. Életjáradékot bármelyik üzleti biztosítótól kell és lehet vásárolni, ezek szabadon állapítják meg áraikat a nem, életkor és egyéb szempontok, például a technikai kamatlábak alapján. A járadékok rögzítettek és árindexáltak, bár a legújabb szabályozás megenged részben rögzített és változó járadékokat is. Nőknél kötelező „több életre” (kettőre) szóló járadék igénybevétele. A (hátrul) garancia-időtartamos járadékok nyújtása opcionális. A banktechnikai járadékok esetében alapvetően a várható hátralévő élettartam alapján határozzák meg az évente újrakalkulált járadéktagokat, amelyeket a nyugdíjalapok folyósítanak. A nyugdíjalapok öt különböző választható portfóliót működtetnek, amelyből hármat, a 40, a 20 és a 0% részvényt tartalmazót választhatják a banktechnikai járadékot igénybevevők a még meglévő fedezetük befektetésére. Ezek a

nyugdíjasok bármikor dönthetnek alacsonyabb banktechnikai járadék, illetve életjáradék mellett, ha azok mértéke egyébként eléri a nyugdíjminimum összegét. Az időszaki felvétel gyakorlatilag egy előre rögzített banktechnikai járadék és egy később, de előre meghatározottan induló életjáradék. Az előbbi egy nyugdíjalap, az utóbbit egy életbiztosító nyújtja. A különböző típusú kifizetések különböző kockázatmegosztást eredményeznek; például míg a banktechnikai járadékos viseli a befektetési és a hosszú életből („longevity”) fakadó kockázatot, az időszaki felvételnél az egyén az elején nagyobb összeget is felvehet, s később biztosítja magát a hosszú életből fakadó kockázat ellen halasztott életjáradékkal („deferred annuity”).

Az összes kifizetés több mint 60%-a életjáradék napjainkban, míg a maradék rész szinte csak banktechnikai járadék. A háttérben az húzódik meg, hogy a korábban nyugdíjba vonulóknak 90%-a életbiztosítást, míg a maradék banktechnikai járadékot igényel. A hivatalos nyugdíjkorhatár betöltésekor nyugdíjba vonulóknak esetében ez az arány fordított: 35, illetve 65%. Magyarozatként az egyösszegű felvétel szigorú feltételeit, az alacsony nyugdíjminimumot, a banktechnikai járadékkal együtt járó kockázatokat említik, főként azoknál, akik magasabb jövedelemmel rendelkeznek, és hamarabb mennek nyugdíjba, míg a szegényebbek esetében a banktechnikai járadék kedveltsége áll a háttérben. (Nincs „downside risk”, hiszen a nyugdíjminimumot a fedezet kiürülése esetén is megkapják.) A szolgáltatások marketingje is befolyásolja az igénybevételt; az életbiztosítók ügynökei csak az életjáradékok esetében kapnak jutalékot, így ők ezek vásárlására és a minél korábbi nyugdíjba vonulásra ösztönöznek. A nyugdíjalapok piacán a kezdetekben húsz alap tevékenykedett, manapság már csak hat; míg az életbiztosítók száma jelenleg tizennégy. Korábban jóval több résztvevő volt e piacon is, de a nagy verseny, az alacsony megtérülés és a szigorú átláthatósági szabályok következtében többen elhagyták a piacot.

### ***2.1. A szolgáltatási szint és az ezzel járó kockázatok***

A nyugdíjalapok bruttó és nettó hozamai a bevezetés időpontjától évi 7–10% között, magasan a 2%-os reálbér-növekedés fölött voltak. A költségek azonban nem csökkennek megfelelően, hiszen még 2003-ban is a vagyon 1–1,1%-át tették ki átlagban, miközben a legnagyobb kifizetett vagyonekezelési díjak 1% körüliek. Ennek eredményeként jóval kedvezőbb hozamok jutottak a banktechnikai járadékban részesülőknak, mint az aktív tagoknak, hiszen ugyanabban a választott portfólióban elért, egyforma bruttó hozam magasabb nettót eredményez a járadékosoknak az alacsonyabb költségek miatt. Az életjáradékok járadékosoknak történő megtérülését mutató úgynevezett pénzértékhányados („money’s worth ratio”) értéke, amely a befizetett járulékhöz viszonyítja a kifizetést, járadékot, az elmúlt években folyamatosan 1 fölött, 1,03–1,08 között volt. (Az 1-es érték a biztosításmatematikai szempontból korrekt járadékszintet jelenti.) Ez a magas szint sokáig nem tartható fenn. Nagy volt az egyének közötti szóródás, bizonyos években a 40–50 százalékot is elérte. Alacsony volt viszont e hányadosnak az értéke a korai nyugdíjba vonulóknál – tükrözve a nagyobb befektetési és hosszú életre szóló kockázatot –, illetve a két életre szóló járadékoknál. Nem meglepő módon, magasabb a hányados értéke a gazdagabb emberek, illetve a nagyobb számlaegyenleggel rendelkezők esetében. A chilei számok elég kedvező képet mutatnak, összehasonlítva az ausztrál, kanadai, svájci, amerikai (USA) és angol adatokkal.

A magas pénzértékhányados kigazdálkodása érdekében egyértelműen megfigyelhető az életbiztosítók befektetési portfóliójának az eltolódása a nagyobb hozammal is kecsegtető, de fix kamatozású vállalati kötvények és jelzálogfedezeti értékpapírok irányába, ami segít a járadékindexálás fedezetének megteremtésében is (ALM). Az eddigiek szerint a befektetések többnyire megfelelő eredményt értek el, de mégis alacsony a biztosítói megtérülés a magas költségek miatt. Például a jutalékok szintje a díj 3%-a volt a 90-es évek elején, ami az évtized végére felszökött 6%-ra, majd mostanra visszatért körülbelül 2,2%-ra. A 6%-os mérték mögött leginkább az ügyfélnek történő illegális jutalék-visszatérítés állt. Ezért jogszabállyal korlátozták a jutalékok mértékét, és átláthatóbb értékesítési rendszert vezettek be. Feltételezhető, hogy néhány biztosító szándékosan ment bele az erős árversenybe, hogy több versenytársát elüldözze.

Egy nyugdíjrendszer korrekt bemutatásához hozzátartozik a legfontosabb kockázati jellemzők összefoglalása is, amely az alábbiak szerint néz ki a chilei nyugdíjrendszerben:

1. táblázat

## Kockázati jellemzők

Munkavállalók	Nyugdíjasok	Szolgáltatók	Kormányzat
felhalmozási szakasz: piaci kockázat, elsősorban a részvényárfolyamok volatilitása miatt	teljes egyösszegű felvétel esetén (ha engedett): – hosszú élet kockázata – piaci kockázat	banktechnikai járadékot nyújtó nyugdíjalapok nincsenek kitéve nagy kockázatnak, hiszen – a működési és a likviditási kockázat kivételével – a kockázat a járadékosnál van	sok kis nyugdíjalap kezeléséből fakadó kockázat
nyugdíj előtti szakasz: – piaci kockázat, de kockázatosabb a magasabb számla-egyenleg miatt – technikai kamatláb változásának kockázata nyugdíj előtt	banktechnikai járadékos: – hosszú élet kockázata – piaci kockázat – inflációs kockázat – likviditási kockázat	életjáradékot nyújtó életbiztosítók: – rossz árazás kockázata: kamatlábak és működési költségek rossz előrejelzése, és hosszú élet kockázata miatt	nagy költségvetési kiadások a nyugdíj-minimum miatt
	fix életjáradékos: – korai halál kockázata – inflációs kockázat (ha nincs indexálás) – likviditási kockázat – csőd kockázat	piaci kockázat: – kamatkockázat, – devizakockázat, – részvénykockázat, stb.	szolgáltatói csődök kezelése

Munkavállalók	Nyugdíjasok	Szolgáltatók	Kormányzat
	változó életjáradékos: – korai halál kockázata – piaci kockázat – inflációs kockázat – likviditási kockázat – csődkockázat	speciális befektetési eszköz kockázata: – hitelezési kockázat, – korai visszafizetés kockázata, – koncentrációs kockázat, – szállítási kockázat	életjáradék-garancia miatti nagy költségvetési kiadások kockázata
	időszaki felvételnél: – piaci kockázat banktechnikai részénél – inflációs kockázat (ha nincs indexálás) – likviditási kockázat – csődkockázat	– működési kockázat – likviditási kockázat	

Forrás: Rocha, R.–Thorburn, C. [2007]: *id. mű 39. o.*

## 2.2. Befektetési aspektusok

Chilében a tőkepiac fejlesztése párhuzamosan haladt a nyugdíjrendszer átalakításával, így a nyugdíjalapok és a biztosító társaságok a különböző befektetési instrumentumok széles körét érhetik el; a kötvényállomány (beleértve az állampapírokat is) a GDP 80%-át, a tőzsdei kapitalizáció a 85%-át éri el. Vásárolhatók a hazai tőkepiacon különböző jelzáloglevelek (például forgathatóak, „endorsable mortgages”), infrastrukturális kötvények („infrastructure bonds”) és letéti elismervények („certificates of deposits”), valamint jelzálogalapú értékpapírok („mortgage backed securities”) is. A már említett intézményi befektetők működésének köszönhetően viszonylag hosszú, 20–30 éves lejáratú kötvényeket (nemcsak állampapírokat) bocsátottak ki, amelyeknek a legnagyobb része az inflációhoz kötött. A nyugdíjalapok és a biztosítók által ösztönzött keresletre rugalmasan reagált a kínálat, és az elmúlt 20 évben újabb és újabb típusú értékpapírok jelentek meg. A korábbi magas infláció természetes étvágyat gerjesztett az inflációhoz kötött kötvények iránt. A további tőkepiaci fejlődésre a származékos ügyletek terén van szükség, hiszen a devizaforward ügyletek fejlett piaca mellett ma még nem számottevő a deviza- és a kamat-swap-, valamint az opciós ügyletek száma.

A nyugdíjalapok csak banktechnikai járadékot, illetve az időszaki felvétel banktechnikai részét nyújthatják, de a tagok bármikor választhatnak másik nyugdíjalapot a nyugdíjba vonulás után is, jóllehet, ez ritkán fordul elő. A chilei egyéni portfóliós rendszerhez hasonló megoldás működik majd nálunk 2009-től a magánpénztári területen. A magyar változat azonban egyszerűbbnek, általánosabbnak tűnik. A portfóliók A-tól E-ig különböző befektetési stratégiát követnek, ahol az egyes eszközökbe történő befek-

tetési limiteket jogszabályok írják elő. (A részvények aránya 20%-kal csökkenő mértékű az „A” portfóliótól az „E”-ig, ahol ez 0%.) A 2004-es év végén a következőképpen nézett ki az egyes portfóliók megoszlása (%-ban):

2. táblázat

### Egyéni portfóliók eszközmegoszlása

	A	B	C	D	E	összes
állampapír	6,1	12,4	18,7	29,9	46	18,7
pénzügyi szektor:	14,5	26,4	31,1	37,1	32,3	29,5
– jelzáloglevél						
– betétek	1,8	4,7	7,3	9,2	14,2	6,8
vállalati szektor:	23,7	26,2	25,7	19,5	13,6	24,4
– részvények	19,8	18,8	14,4	9,5	0	14,7
– kötvények	1,9	4,4	8	7,8	13,3	6,8
külföld:	55,5	34,8	24,3	13,2	7,7	27,2
– alapok és részvények	54,6	33,9	21,1	9,2	0	24,4
– betétek	0,9	0,9	3,2	4	7,7	2,4
egyéb	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1
összes: 100	100	100	100	100	100	100

Forrás: Rocha, R.–Thorburn, C. [2007]: *id. mű 57. o.*

Ugyan az egyes portfóliótípusok egymástól jól elkülöníthető befektetési stratégiát mutatnak, ugyanez nem mondható el a különböző nyugdíjalapok azonos típusú portfóliójáról. Mint arra korábban már utaltunk, a piaci átlaghoz kötött garanciarendszer szinte azonos befektetési összetételt eredményez ebben az összehasonlításban. A bonyolult szabályozás, átfedések és összevonások következtében az az érdekes helyzet alakult ki, hogy ugyan a nyugdíjasok relatíve nagyobb része választotta a biztonságosnak vélt „E” portfóliót, miközben ennek bizonyos időszakokra mért (value at risk, VaR) kockázata megegyezett a „D” portfólióéval, de alacsonyabb hozamot ért el. Az érintett nyugdíjasok esetleg megoszthatnák a fedezetüket a két portfólió között (jogszabály legfeljebb két portfólió használatát engedi), de a gyakorlatban nagyon kevesen élnek ezzel a lehetőséggel.

### 2.3. Szolgáltatási feltételek

Az életjáradékok árazásánál az üzleti biztosítók nem tehetnek fel személyes kérdéseket – például a dohányzásra vagy az illető egészségi állapotára vonatkozóan –, de az egyébként szemmel látható (például nem, életkor), illetve egyébként is megkapott információk (mint az egészségi állapottal jól korreláló jövedelmi helyzetre utaló számlaegyenleg) alapján szabadon árazhatják be a szolgáltatást. A biztosítóknak ugyan kötelező a központilag meghatározott halandósági táblát használni, de csak a díjtartalékok kalkulálására és a felügyeleti jelentésekben. A járadékok beárazására saját gen-

derspecifikus halandósági táblákat használnak, illetve módosítják – saját felhasználásra – az általában elérhető táblákat. Ez a helyzet viszont nagy kockázatot jelent a nem megfelelő (túl optimista költség-, kamat- és hozamelőrejelzések és pesszimista halandóságjavulás) kalkuláció esetén, hiszen a kígért nyugdíjszint (jobb esetben) csak a cég tőkéjéből finanszírozható. A kezdeti időkben, a felhalmozási időszakban képeztetett magas tartalékszint még egy ideig fedezi a felmerülő veszteségeket, de ez sem tarthat az idők végezetéig. A nem prudens, illetve agresszív piacszerző kalkulációra lehet bizonyíték a gyakori, relatíve magas pénzürtékhányados. A biztosított bármelyik életbiztosítótól vásárolhat életjáradékot, de a járadékfolyósítás alatt nem válthat szolgáltatót. Nagyon népszerűek a garantált időtartamú életjáradékok; az életjáradékosok 80%-a választott ilyet.

Az életjáradékok tartalékainak befektetésénél a szokásos szempontokon túl (például jogszabályi limitek, likviditás, átlagosan 11–12 éves futamidő) nagyon fontos tekintettel lenni arra is, hogy az életjáradékok azonnal indulnak (kevés az úgynevezett „deferred”, vagyis halasztott), nagy részük garanciaidős (általában 5 év és annál hosszabb), és a járadékokat inflációs indexálással kalkulálják újra. A felsorolt szempontok miatt az életbiztosítók befektetési portfóliója az OECD-országokban szokásosnál sokkal kisebb arányban tartalmaz részvényt (3–4%, szemben az ottani 20–50%-kal), és sokkal többet inflációhoz kötött kötvényekből (ezeken belül is folyamatos eltolódás figyelhető meg az állampapíroktól a vállalati kötvények felé). Felmerült már az úgynevezett hosszú élethez kötött kötvények („longevity bonds”) bevezetésének ötlete is (a biztosítási kockázat értékpapírosítása). Az ilyen kötvények a befektetőnek éppen a várthoz képest rosszabb (értsd: a tagok számára éppenhogy jobb) halandóság esetén fizet kamatot, így fedezve ezt a kockázatot, de más országok (például az Egyesült Királyság) kedvezőtlen tapasztalatai miatt még alaposabban elő kell készíteni a kibocsátást. A biztosító és a járadékos közötti kockázatmegosztás az igénybevett járadék-típustól nagymértékben függ.

A banktechnikai járadék és az életjáradék közötti alapvető különbség, hogy míg az előbbi forrása a nyugdíjalap tagjának egyéni számlaegyenlege, addig az utóbbinál a szolgáltatásban résztvevők számlaegyenlegének együtteséből képzett, közös tartalék. A banktechnikai járadékoknál négy tényezőt vesznek figyelembe a számítások: a konverziós tényezők (technikai kamat, halandósági tábla) a számlaegyenleget osztják el a várható átlagos hátralévő élettartamra, míg a másik két tényező, a várható befektetési hozam és a halandósági táblához képesti egyéni életpálya alakulása mint előrejelzés is befolyásolja a tényleges járadéktag nagyságát. A technikai kamat a nyugdíjalapok elmúlt tíz éves átlaghozamának és az életbiztosítók által a megelőző évben alkalmazott átlagos járadékhozamának a súlyozott átlaga. Tekintettel arra, hogy az elmúlt években a nyugdíjalapok által elért hozamok csökkenő tendenciát mutatnak, valamint a nyugdíjalapok összesített hozamai nagyobbak a banktechnikai járadékosok által leginkább igénybevett „D” és „E” portfóliókon elértekhez képest, a formula a kezdeti időszakra az indokoltnál magasabb kifizetéseket eredményezett. A járadékokat évente újrakalkulálják az aktuális számlaegyenleg és a konverziós formula felhasználásával. A változás általában növekedést, de esetenként akár nominális csökkenést is eredményezhet a járadéktagban. A banktechnikai járadékot igénybevevők 63%-ának a nyugdíja a mini-

munnyugdij szintjén volt 2004-ben, s ebből 10% ellátását az állami garancia egészítette ki erre a szintre. Az ellátottaknak csak 1,5%-a döntött úgy, hogy tudatosan igényel a kezdeti években alacsonyabb havi ellátást.

A sok választási lehetőség egyik oldalról nagy rugalmassággal képes kielégíteni az egyéni igényeket, körülményeket és preferenciákat, más oldalról viszont – kellően alapos ismeretek hiányában – elveszhet a részletekben az érintett, és például a biztosításközvetítő könnyebben befolyásolhatja a döntésében. Természetesen a nagy választási szabadság felveti a „választás ára” kérdés megválaszolásának szükségességét is, vagyis azt, hogy az egyén általában jobban ismeri saját várható életkörülményeit, mint a biztosítótársaság, s így az életjáradékok folyósításhoz szükséges tartalék előrelátó megképzésének fontos szerepe van.

## 2.4. *Ügyféltoborzás*

A banktechnikai járadékok a nyugdíjalapok, míg az életjáradékok értékesítése a biztosítók munkavállalói és ügynökei, valamint független biztosításközvetítők útján történik. Ténylegesen csak az utóbbiak végeznek ilyen tevékenységet, hiszen az előbbieknél számára a felhalmozási időszak sokkal jobb üzlet. A banktechnikai járadékot igénybevevők kétharmada csak a garantált minimumnyugdiját veszi igénybe, s az ezután levonható működési költség kevés, körülbelül a szolgáltatási kifizetés 1%-a.

Az életbiztosítók számára a nyugdíjalapok tagjainak értékesített életjáradék a legfontosabb üzlet. A bejegyzett brókereket a törvény kötelezi az ügyfelek érdekeinek képviselésére, a jövedelmüket pedig az életjáradékok értékesítéséből fakadó jutalékbevételekből szerzik. Nem megengedett viszont az értékesítéshez kötött, mennyiségi visszatérítést kapniuk a biztosítótól. A piacon körülbelül 1300 független biztosításközvetítő működött 2003-ban, ami elég jelentős szám ahhoz képest, hogy abban az évben 22 000 új szerződést kötöttek, s ennek 40%-át értékesítették a független biztosításközvetítők. A tapasztalatok szerint körülbelül tíz tájékoztatóból lesz egy tényleges megállapodás, amelynek teljes lebonyolítása mintegy 3 hónapot vesz igénybe, ugyanis a tájékoztatást részletesen szabályozták, s egyszerre kell „eladni” a nyugdíjba vonulást és a szolgáltatástípust is. Az egyes függő közvetítők, akiket szintén regisztrálni kell, teszik ki a maradék 60%-ot. (Az alkalmazottakat nem kell regisztrálni.)

Hiába írják elő részletes szabályok a kötelező tájékoztatást, a döntési helyzet bonyolultsága miatt többször előfordult, hogy nem a megfelelő döntésre beszélt rá az ügynök az érintettet. A jogszabályi előírások szerint a nyugdíjba vonulónak legalább hat életbiztosítási ajánlatot kellett tenni, összegyűjteni, a gyakorlatban azonban manipuláltnak érvényesült a szabály, hiszen az ügynökök a biztosan rosszabb ajánlatokat gyűjtötték össze a sajátjuk mellett. A kedvezőtlen tapasztalatok miatt szigorították a jogszabályokat: nehezítették a korai nyugdíjba vonulás feltételeit, a díj 2,5%-ában maximálták az ügynöki jutalékot, új elektronikus árajánlati rendszert vezettek be, és a bankokat beengedték az életjáradékok értékesítésébe.

Az új elektronikus árajánlati rendszer szerint a nyugdíjba vonulni szándékozónak a nyugdíjalapja kiállít egy elektronikus bizonyítványt az illető számlaegyenlegéről és személyi adatairól, és a tag a nyugdíjalapja, egy életbiztosító vagy egy biztosításközvetítő

tő közreműködésével elküldi ezeket az információkat a központi adatbázisba. A központ megkéri az ajánlatokat az életbiztosítóktól, és kikalkulálja a banktechnikai járadékot. A biztosított vagy elfogad egy ajánlatot a rendszerből, vagy azon kívül megkeresi még egyszer az ajánlattevő biztosítókat új ajánlatért, de azok már csak kedvezőbbet ajánlhatnak a tagnak a korábbiakhoz képest. Az új rendszer eddig jól működik: csökkent az ügynöki megkeresések száma, olcsóbbakká váltak a járadékok, csökkentek a jutalékok (mintegy 2,2%-ra), és megváltozott a biztosításközvetítők szerepe is, hiszen valójában pénzügyi tanácsadókká váltak. Az azóta eltelt időszakban eladott életjáradékok kétharmada a központi rendszer által adott legjobb ajánlat, több mint 85%-a pedig a legjobb három ajánlat közül került ki. A változtatás következtében viszont koncentráltabbá vált az életbiztosítók piaca is, amelynek értékelése mélyebb elemzést igényel.

### 3. A KÖNYV SZERZŐINEK VÉLEMÉNYE

A szerzők szerint a chilei járadékpiac hatalmasat fejlődött az elmúlt húsz évben: az ország, amely a nulláról indult, ma az egyik legnagyobb életjáradéki piaccal rendelkezik a világon. Ennek szükséges, de nem elégséges feltétele volt az 1981-es nyugdíjreform. A chilei nyugdíjasok általában jól járnak a szolgáltatásokkal, amit mutat az átlagos, nemzetközi összehasonlításban is magas, 1,04–1,06-os pénzértékhányados az elmúlt évekre (például az Egyesült Királyságban ez a hányados 0,9–1 a nominális járadékoknál, 0,8–0,85 az inflációhoz kötötteknél). A korábbi években a kötelezően felhalmozott, nagymértékű tartalékokból ugyan finanszírozni tudták a magas járadékokat, de ez huzamosabb ideig nem tartható fenn.

A szabályozás – ideértve a tőkepiacot is – folyamatosan fejlődött, s a fix, inflációhoz kötött életjáradékokkal, a női férfiak kötelezésével elérte azt, hogy nem kell tartani tömegében a fedezetek gyors felélésétől. A kezdeti időszakban az értékesítés szabályozása és gyakorlata rendkívül rossz képet mutatott. A nemrég bevezetett jogszabályi követelmények eredményeként viszont a jutalékszint lecsökkent 2,2%-ra, és az elektronikus ajánlati rendszer éles és átlátható versenyt eredményezett a szolgáltatók között. A jövő kihívásai között szerepel a közvetlenül nyugdíj előtti időszakban lévő tagok védelme a kamatváltozásoktól, és – mint minden más országban – a hosszú életből fakadó kockázat kezelése az életjáradékoknál, valamint a származékos termékek és a viszontbiztosítási piac fejlesztése.

A szerzők fontosabb javaslatai a chilei szabályozás javítására:

- Szükséges a nyugdíjalapok befektetési szabályozásának egyszerűbbé és liberálisabbá tétele. A legkonzervatívabb portfólióban engedni kellene valamilyen mértékű részvénybefektetést is, valamint a közvetlen nyugdíjba vonulás előtt állók érdekeit figyelembe véve, tovább növelni a mögöttes portfólió átlagos futamidejét.
- A tőkepiac látványos fejlődésen ment eddig keresztül, de fontos lenne az úgynevezett hosszú életből fakadó kockázatokat kezelő kötvények („longevity bonds”) kibocsátásának a megfontolása. Ez azért is fontos, mert a legfontosabb megoldandó probléma a hosszú életből fakadó kockázat kezelése.



- Az új árjegyzési rendszer nagymértékben erősítette a piaci átláthatóságot és versenyt. Tovább kellene viszont erősíteni a tájékoztatási rendszert abból a szempontból, hogy az érintettek ne csak a kezdeti kifizetésekre koncentráljanak, amikor összehasonlítják a termékeket, hanem – leginkább a változó életjáradékoknál – vegyék figyelembe az egyes konstrukciókban meglévő kockázati jellemvonásokat is.

Mit tanulhatnak a chilei rendszerből más országok?

- A legfontosabb tanulság a szerzők szerint az, hogy nagyon alacsony szintről indulva is ki lehet alakítani egy fejlett járadékos piacot.
- A termékszabályozás chilei megközelítése elsősorban azokban az országokban használható, ahol az új második pillér jelentős szerepet tölt be a szociális biztonságban és nyugdíjellátásban. A szigorú egyszegű felvételi szabályok erősítik a járadékoltatást, a várható hátralévő élettartam figyelembe vétele a banktechnikai járadékoknál megakadályozza a fedezetek idő előtti felhasználását, mint ahogy az elszegényedés elleni védelem mellett ezt erősíti az inflációhoz kötött indexálás és a két életre szóló járadékok rendszere is.
- Eredményes járadékpiac nincs fejlett tőkepiac nélkül. A magas pénzürtékhányados-mutatóhoz az is hozzájárult, hogy sok – nem csak állami kibocsátású – inflációs védelmet biztosító befektetési lehetőség érhető el, és a meghatározott szint fölötti hozamot elérő szolgáltató megosztja a nyereséget a járadékkal.
- Tekintettel arra, hogy a szolgáltatók a hosszú lejáratú termékeket árazzák a legdrágábbra a pénzürtékhányados szerint, fontos a hosszú lejáratú befektetési eszközök kibocsátása/elérhetősége, hogy csökkenjen az újrabefektetési kockázat.
- Az új elektronikus árjegyzési rendszer működtetése és a jutalékok központi korlátozása más országokban is hatékony szabályozói elem lehetne.
- Egy központilag elkészített és folyamatosan frissített halandósági tábla sok szempontból nagyon fontos, függetlenül attól, hogy milyen széles körben használják fel.
- Azoknak az országoknak, amelyek – Chiléhez hasonlatosan – kötelező tőkefedezeti rendszert vezetnek be, esetleg valamilyen ellátási garanciát is működtetniük kell, hiszen a kényyszerű felhalmozás után, az életciklus utolsó részében nem szabad védelem nélkül hagyni a járadékost, ha ebben az időszakban már nem válthat szolgáltatót. Természetesen nem teljes garanciáról van szó, de egy bizonyos co-payment résznek szerepelnie kell benne. Chilében a garancia finanszírozása teljes egészében költségvetési forrásokból történik, de esetleg más országok megfontolhatják egy kisebb alap létrehozását is, amelyet a piac finanszírozna.

#### 4. A CIKK SZERZŐJÉNEK JAVASLATAI

Az alábbiakban azokat a kérdéseket mutatjuk be, amelyeket célszerű végiggondolni a chilei példa alapján a magyar magánnyugdíjpénztári szabályozásban a szolgáltatások szabályozásakor. Nem az összes problémát említjük, hanem csak a bemutatott külföldi példából származó releváns kérdéseket.<sup>4</sup>

##### 4.1. A nyugdíjrendszer egészét érintő kérdések

1. Meggyőzőnek tűnik az érvelés, amely szerint egy alacsony szintű járadékpiaccal rendelkező ország is befuthat hatalmas fejlődési ívet – persze, ehhez kellett a jogszabályi kötelezés is. Egy tőkésítésen alapuló nyugdíjreform lehetőséget ad erre, de ez nem jelent automatikus elmozdulást az alacsony színtről. Megfelelő, átfogó, más területekkel (például a tőkepiaccal, közvetítői piaccal) összhangban kidolgozott stratégia és annak következetes végrehajtása szükséges.

2. Ennek ékes példája a tőkepiaci fejlesztés szükségessége (ezen nem a tőzsdét értjük!) Egyrészt, az előzőekhez hasonlóan, a tőkésítésen alapuló nyugdíjreform sem jelent önmagában szükségszerű tőkepiaci fejlődést az adott országokban. Ez csak szükséges, de nem elégséges feltétele. Attól, hogy tőkefedezeti nyugdíjalapok, magánnyugdíjpénztárak jelennek meg a tőkepiacon, még nem keletkeznek munkahelyek az országban. A megjelenő többletkeresleti nyomás akkor fejt ki ilyen hatást, ha erre reagálva tőkeemelések és új kibocsátások jelennek meg a tőkepiacon. A tőkepiaci fejlesztésnek így ösztönöznie kellene például infrastrukturális kötvények és jelzálogalapú értékpapírok kibocsátását. Másrészt, a fejlett tőkepiac az egyik alapfeltétele a hatékony járadékpiacnak is. A magánnyugdíjpénztárak (hasonlóan az önkéntes nyugdíjpénztárakhoz) természetes keresletet támasztanak a hosszú lejáratú értékpapírok (nemcsak állampapírok!), illetve az eszköz-forrás illeszkedési hiányosságokat kezelő, származékos eszközök iránt. Felmerül az úgynevezett hosszú életből fakadó kockázatokat kezelő, valamint az inflációs indexálású kötvények kibocsátásának szükségszerűsége is. Mivel a hazai tőkepiac fejlesztése nem elégíti ki a nyugdíjpénztárak igényeit, a legnagyobb hazai intézményi befektetők egyre inkább külföldön fektetik be a vagyonukat, s az eredetileg meg-célzott kedvező hatás is ott fog érvényesülni.

3. A járadékszabályozás kialakításakor az legyen a kiindulópont, hogy a magánnyugdíjpénztárak milyen szerepet töltenek be a nyugdíjrendszerben. Chilében például az állami alappillér hiánya meghatározza a járadékszabályozás több lényegi elemét, így a kötelező inflációs indexálást, a házas férfiak kötelező, két életre szóló járadékvásárlását, valamint a garantált nyugdíjminimum intézményét, ami jelentős állami forrást igényel. (Furcsa, hogy ebből nem következett az „uniszex tábla” használata.) A hazai magánpénztárak esetében is más járadékszabályokat kell kialakítani akkor, ha lényegében megmarad a jelenlegi nyugdíjrendszer-struktúra, és megint mást, ha például az állami ellátás csak alapnyugdíjat nyújtana. Jelenleg indokolt az egyszögű felvételi

4 Ebben a témában egyébként is már hosszabb ideje folyik szakértői munka: korábban a PSZÁF-hoz, jelenleg pedig az Államreform bizottság egyik szakértői albizottságához kötődően, így a szakértők az alább felvett gondolatok nagy részét már ott is elmondták.

lehetőség szűk keretek között tartása, a járadékoltatás irányába történő nyomás, a jogszabályilag előírt indexálási kötelezettség.

4. A járadékszabályozásnak több, egymásnak ellentmondó elv között kell egyensúlyt teremtenie. A különböző szabályok közötti választást az határozza meg, hogy mit választunk erre a kérdésre: mennyire töltenek be a magánpénztárak szociális, és mennyire (szabad)piaci szerepet? Abban is egyensúlyt kell találni például, hogy a különböző járadéktípusok közötti gazdag választási lehetőség egyik oldalról ugyan elvileg lehetőséget ad a pénztártagnak a számára leginkább megfelelő ellátástípus kiválasztására (bár a hiányos ismeretek miatt egyáltalán nem biztos, hogy éppen a számára legkedvezőbbet találná így meg), másik oldalról viszont a választásnak ára van, ami a kisebb járadékban ölt testet. Kérdés, hogy megéri-e a választás ezt az árat? Egyesek szerint a járadékos ismeri leginkább a saját életkörülményeit, egészségi állapotát, stb., ezért érdemes neki választási lehetőséget nyújtani. Mások szerint az egyes konkrét ügyfelek igényei eléggé nyilvánvalók, ezért nem érdemes ezt az árat megfizetni, s felesleges szolgáltatások (mint a garanciaidő) megvásárlásának lehetőségét felajánlani neki. A chilei példa a szélesebb termékpaletta irányába mutat, s igazolja azt is, hogy ennek ára van. Egyébként is, a választásnál az ügynöki tevékenység volt a döntő.

5. Chilében a rokkantság kockázatát – állami alapellátás hiányában – szintén a nyugdíjalapokon keresztül kezelik. Mivel azonban ez a fajta kockázatkezelés nem tartozik a nyugdíjalapok természetes működési logikájába, üzleti biztosítóval kell szerződniük, aminek ára van. Nálunk ez utóbbi elvből is következik, hogy a magánpénztári rendszerre nem kellene ezt a kockázatkezelést ráterhelni, hanem az állami ellátórendszerrel azonos módon, egy külön állami alapon lehetne kezelni. Illúzió lenne azonban azt gondolni, hogy ez magától megoldaná a rokkantsági ellátások jelenlegi problémáit; de legalább átláthatóbbá tenné a helyzetet. Önmagában ettől még nem lenne hatékonyabb az orvosi ellenőrzés és rehabilitáció, valamint nem válna vonzóbbá a későbbi nyugdíjba vonulás.

## **4.2. Nyugdíjpénztári kérdések**

### **4.2.1. Szolgáltatások**

- A lényeg, hogy a pénztártag az egyéni élethelyzetéhez és kockázatviselési hajlandóságához leginkább kapcsolódó szolgáltatástípust választhassa ki. A korábbiakban már kifejtettek miatt ez azt jelentheti, hogy a banktechnikai járadékok mellett a klasszikus életjáradékok, valamilyen pontosan meghatározott, garanciaidős járadék, és esetleg két életre szóló életjáradék nyújtása lehet indokolt. (A választás árának problematikája egyértelműen látszik a chilei példában, ahol túl sok a szolgáltatástípus a gazdagabbak életjáradék- és a szegényebbek banktechnikai járadék-igénylésénél.)
- Az egyéni életkörülmények rugalmas figyelembe vétele történhet úgy, hogy bizonyos ellátások közötti átváltást célszerű szabadon hagyni: például egy banktechnikai járadékos kérhessen életjáradékot és fordítva, vagy a banktechnikai járadékok szintjét bizonyos feltételek megléte esetén rugalmasan állapítsák meg. A lé-

nyeg az, hogy a járadékos tisztában legyen a különböző járadéktípusok kockázati jellemvonásaival (lásd a marketingszabályozásnál).

- A banktechnikai járadékok meghatározásánál – Chiléhez hasonlóan – felvethető a halandósági szempontok kötelező figyelembe vétele, hogy elkerülhessük a számlaegyenleg idő előtti kimerülését, de ez is függ az egész nyugdíjrendszer átalakításától (például alapnyugdíj esetén nem kell ilyen követelmény). Az olyan típusú életjáradékoknál pedig – a szociális szempontok miatt – a magánpénztárak esetében csak családtagot lehessen megjelölni örökösnek, illetve járadékos társnak. (Ez természetesen vonatkozik a felhalmozási időszak örököseire is.)
- A chilei kötelező inflációs indexáláshoz hasonlóan, aminek ára van, nálunk is keltenek kötelező szabályok az indexálásra. A banktechnikai járadékok esetén lehetne szabadságot adni a tagnak, hogy egy adott évben az elért hozamokból milyen mértékű emelésre tart igényt, míg az életjáradékoknál a (bruttó) többlethozamvisszatérítés előírt magas (legalább 90-95%-os) szintje biztosíthatja a megfelelő értékkevetést a járadékosoknak, ami hosszabb évek átlagában remélhetőleg infláció feletti indexálást jelentene. Képezhető speciális tartalék is, ha a járadékosok részére legalább inflációs indexálást ígérne valaki, de ennek természetesen költsége van. A „0%-os” technikai kamatláb más szempontból is indokolható előírása erősítené a megfelelő indexálást.
- A hosszú életből fakadó kockázat kezelésére megoldást kell találni; ehhez szükséges a lehetséges tőkepiaci, tartalékolási és biztosításmatematikai eszközök felmérése.
- „Cipőt a cipőboltból” – hirdeti a klasszikus reklámmondat, és valóban így van. Életjáradék nyújtását csak életbiztosító társaságnak, banktechnikai járadék kezelését pedig életbiztosítónak és magánnyugdíjpénztárnak kellene megengedni.

#### 4.2.2. Versenyszabályozás

- A járadékszolgáltatások körében a verseny az induló járadékok szintjére és/vagy a szolgáltatások megfelelő szinten tartására, illetve növelésére irányulhat. Az előbbi esetben az ígéretek és feltételek versenyeznek (alkalmazott halandóság, várható – beígért – költségek és kiígért hozamok), míg az utóbbiban az ügyfélnek inkább a szolgáltató addigi tevékenységéről szóló tapasztalatokat kell figyelembe vennie. A chilei példa az előbbi utat járja; ennek alapfeltétele az, hogy a biztosítók a járadékok (induló) szintjét szabadon állapíthatják meg, vagyis saját halandósági táblát használhatnak. Egyik oldalról üdvözlendő ez a megoldás, hiszen a tényleges ügyfélkörre specializált halandósággal lehet számolni, másrészt viszont nagy a veszélye a verseny miatti felelőtlen ígéreteknek és várakozásoknak, amelyet aztán később nem képes tartani a biztosító. Chilében a szabályozás kezdetben magas tartalékolási szintet, puffert eredményezett, amit később használtak a biztosítók az ígéretek teljesítéséhez, ezt mutatja a magas pénzürtékhányados is. A jövőben viszont nem tartható ez az állapot, miközben Chilében ez az ellátási forma a nyugdíjrendszer alapja. Többek között emiatt – és azért is, hogy jobban védjük a jövő nyugdíjait –, nálunk inkább a központi, a tartalékolásra és díjszámításra kötelezően alkalmazandó halandósági tábla és 0%-os technikai kamat

előírása lenne indokolt. (A speciális korösszetétellel rendelkező pénztárak esetében központi kiegyenlítési mechanizmusnak kellene működnie.) A központi halandósági tábla használata megfelelő feltétele a járadékos időszakban a szolgáltatóváltásnak is.

- Az árazásra Chilében nem kötelező az uniszex halandósági táblát használni, ahogyan nálunk. Az üzleti biztosítók, mint mindenhol a világon, gyakorlatilag nem és életkor szerint határozzák meg a díjaikat. Magyarországon az előírt uniszex tábla használatából fakadó problémákat tudná kezelni a már említett kiegyenlítési „pool”, illetve a kor mellett a kalkulációt jelentősen befolyásoló tényező lehet a számlaegyenleg, hiszen a halandósági és jövedelmi (vagyon) helyzet közötti összefüggés is elég egyértelmű. Más tényező, például az egészségi állapot figyelembe vételét most tiltani kell. (Az uniszex táblából fakadó helyzetet némileg enyhítheti, ha bizonyos felhalmozási szint fölötti számlaegyenlegekből lehetőség nyílna egyösszegű felvételre, s így a járadékok közötti különbség csökkenne.)
- A szolgáltatóktól elvárt tőkekövetelmény egyrészt adódik az életbiztosítókra egyébként is előírt szabályozásból; másrészt csak banktechnikai járadékok nyújtása esetén, a pénztáraknál a működési kockázatok fedezésére, illetve a banktechnikai járadékok indexálási szabályaitól függően kellene speciális tartalékolást előírni.

#### 4.2.3. Marketing és ügyféltoborzás

- Tekintettel arra, hogy a járadékválasztás, valamint a megfelelő szolgáltató kiválasztása (még szűkös választási lehetőségek esetén is) a legnehezebb és nagy jelentőségű döntés egy átlagos pénztártag számára, indokolt lehet egy chileihez hasonló árjegyzési rendszer kialakítása. Ennek lényege az, hogy az ügynököket kikerülve, egy automatikusan működő, központi rendszer (amely a már most is működő központi pénztári adatbázisra, az úgynevezett PKN-re épülhetne) a piaci szereplők előtt közvetlenül nem azonosítható pénztártagoknak mutatná be a piaci kínálatot. Ez a csoporton belüli versenyt kizáró megoldások elkerülését, a költségek csökkentését, a tagnak a legjobb megoldásokról szóló információt biztosítaná, miközben a biztosításközvetítők szerepe átalakulna tanácsadóvá.
- A pénztári aspektus teljes mértékben hiányzik a biztosításközvetítői szabályozásban (például az ügyféligény-felmérés), ezzel ki kell egészíteni a jogszabályokat.
- Ha a piac nem működik hatékonyan, végsősoron – hasonlóan a nemrég bevezetett költséglimitekhez – a jutalékok szintjét is korlátozhatják központilag.
- A biztosításközvetítőktől meg lehetne követelni a magánpénztári részre vonatkozó speciális vizsga letételét és a bejegyzési előírások kiegészítését.
- El kellene érni, hogy a tag választása ne csak az induló járadékok mechanikus összehasonlítására korlátozódjék, hanem más szempontokat (egyéni élethelyzet, kapcsolódó szolgáltatások, költségek, kockázatok megosztása, stb.) is figyelembe veyen a döntésnél.

#### 4.2.4. Befektetések

- A hazai választható portfóliós rendszer szabályozása még nem tartalmazza azt a megoldást, hogy ha a magánpénztárak banktechnikai járadékot nyújthatnak, akkor a tartalékok befektetését is intézhessék a választható portfóliókban.
- Kevesen élnek Chilében azzal a lehetőséggel, hogy felhalmozásukat több portfólió között megosszák; valószínűleg így történne nálunk is, ha a jogszabály megengedné.
- Ha elérhetőek a megfelelő befektetési eszközök, akkor a nyugdíjalap járadéktartalékainak befektetési összetétele híuen tükrözi a hosszabb futamidejű értékpapírok iránti természetes keresletet. Itt igazolódik az a nálunk is hasznosítandó elv, hogy önmagában nem a részvény- vagy kötvénybefektetéseket kell elvárni a nyugdíjpénztáraktól, hanem az adott helyzetnek (például a tagsági korösszetételnek) megfelelő, diverzifikált portfóliót.

BEDŐ ZSOLT-ÁCS BARNABÁS<sup>1</sup>

# A tulajdonosi koncentráció, a koalíció és az identitás hatása az S&P 500 vállalatainak teljesítményére

Cikkünk a tulajdonosi koncentráció és a vállalati teljesítmény közötti kapcsolatot vizsgálja. A témában készült tanulmányok közül – elsősorban Zwiebel [1998] és Earle, J.–Kucsera Cs.–Telegdy Á. [2005] munkáira építve – a tulajdonosok koalíciójának hatását helyezzük a középpontba. A tulajdonosok méretén és koalíciójuk hatásán túl azt is vizsgáljuk, hogy a típusukból adódó, eltérő motivációjuk milyen hatást gyakorol a vállalati teljesítményre. Azt feltételezzük, hogy az elmúlt évtizedben egyre aktívabb tulajdonosi szerepet vállaló intézményi befektetők pozitív módon befolyásolják az eredményváltozókat, és koalíciójuk nyomán a vállalatvezetői kontroll tovább erősödik. Eredményeink Zwiebel elméletét támasztják alá, azaz a domináns tulajdonos kiszorító hatását mutatják ki. A koalíció kizárólag intézményi befektetők esetén eredményez pozitív kapcsolatot, míg a domináns intézményi tulajdonos tovább csökkenti a koalíció létrejöttének a valószínűségét.

## 1. BEVEZETÉS

Az elmúlt évszázadban, a vállalati méret növekedésével és a tőkepiacok fejlődésével, a külső források bevonása szükségessé és egyre hatékonyabbá vált. A részvénykibocsátás egyben a tulajdonosi jogok szélesebb körű szóródását eredményezte, ami az egyes tulajdonosi hányadok csökkenésével járt. Az angolszász gazdaságokban a széles körben történő szóródás a tulajdonosi hányadok oly mértékű csökkenését okozta, ami lehetetlenné tette, hogy az egyes tulajdonosok vállalatvezetői kontrollt gyakoroljanak (Bearle–Means [1932]).

A vállalati feladatok számának, valamint összetettségének növekedésével elengedhetlenné vált, hogy egy professzionális csoportot vonjanak be a vállalati működésbe, ez pedig a vállalatvezetők térnyerésével járt. A vállalatvezető, mint a tulajdonosok által megbízott „ügynök”, tulajdonosi hányaddal nem rendelkezvén, *érdekkonfliktusba* került az őt megbízó tulajdonossal. Az egyéni egzisztenciális háttér megteremtésének és a

1 A szerzők a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának kutató-oktatói. Ezúton szeretnénk köszönetet mondani Bélyácz Iván professzornak, dr. habil. Rappai Gábornak, a Pannon Gazdálkodástani Konferencia, valamint a MMRC-ERA Konferencia (ISM School of Management and Economics – Kaunas, Litvánia) résztvevőinek az építő kritikákért, hozzászólásokért. A cikkben esetlegesen előforduló hibákért a felelősség a szerzőket terheli.

tulajdonosi érték maximalizálásának konfliktusát az úgynevezett *információs aszimmetria* tovább mélyítette; mindez lehetővé tette a vállalatvezetők egyéni céljainak megvalósítását.

A kezdetekben tulajdoni hányaddal rendelkező igazgatótanácsi tagok célrendszerre megkérdőjelezhetetlenül egybeesett a tulajdonosokéval, amely a vállalati érték maximalizálásra törekedett. Idővel azonban – tulajdoni hányaduk és a vállalatvezetéstől való függetlenségük csökkenésével – a tulajdonosi érdekek képvisellete kérdésessé vált. Ezt a problémát tovább fokozta a tagoknak juttatott anyagi ellentételezés, amely függetlenedett a vállalat teljesítményétől, s így a *vállalatkormányzás belső kontrollmechanizmusa* veszített hatékonyságából.

Az egyes országokra, régiókra jellemző eltérő tulajdonosi szerkezet, koncentráció tovább szélesítette az érdekkonfliktust, hiszen míg az angolszász országokban tulajdonos–menedzser közötti viszonyról beszélünk, addig a kontinentális európai rendszerben a domináns tulajdonos–vállalatvezető–kisebbségi tulajdonos dimenziót kell vizsgálnunk. *La Porta* és szerzőtársai [1997] szerint a régiók közötti eltérő tulajdonosi szerkezet a tulajdonosi érdekek törvényes védelmében fellelhető különbségekre vezethető vissza. A hatékony védelem az angolszász országoknál szétaprózott, míg a nem hatékony *jogszabályi rendszer* a kontinentális európai országoknál koncentrált tulajdonosi szerkezetet eredményezett.

A tulajdonosi szerkezet, a koncentráció és a vállalati teljesítmény viszonyát vizsgáló irodalom mindkét rendszer – az angolszász és a kontinentális európai – esetén a tulajdonosokat hátrányosan érintő problémákat fedezett fel. A hiányos vagy nem hatékony kontinentális európai jogi környezetben a nagy koncentráció az úgynevezett „*privát haszon*” (private benefit) meglétét jelenti. Egy többségi tulajdonnal rendelkező tulajdonos ugyanis képes a vállalatvezetést úgy befolyásolni, hogy annak döntései a domináns tulajdonost előnyösen, míg a kisebbségi befektetőket hátrányosan érintsék. *Barclay–Holderness* [1989] és *Dyck–Zingales* [2004] a jelentősebb részvénycsomagok megvásárlásakor és a tranzakciót követően kialakult árfolyamkülönbséggel azonosították a privát haszonból származó addicionális pénzáramot. Ha a domináns tulajdoni hányad elérésére törekvő befektető úgy gondolja, hogy a domináns tulajdonosi helyzet többlet pénzáramot biztosít neki, akkor ezt a többletet figyelembe veszi a részvénycsomag megvásárlásakor. Mivel ez a többlet pénzáram csak egy bizonyos nagyságú tulajdoni hányadnál garantált, így a tranzakciót követő, átlagos méretű vételek már nem számolnak ezzel a bevétellel. A szerzők megállapítják, hogy minél fejlettebb, hatékonyabb a jogszabályi háttér, annál kisebb a prémium.

A magas tulajdonosi koncentrációval szemben, a szétaprózott tulajdonosi szerkezet esetében a vállalatvezetői belső kontroll hiányát figyelhetjük meg. A nagyszámú, de alacsony tulajdoni hányaddal rendelkező befektetőknek nem áll rendelkezésére elégséges anyagi és szellemi erőforrás, ami a folyamatos kontroll előfeltétele (*Bhagat–Black–Blair* [2004]). Ebben a környezetben az 1990-es évekig az *ellenséges felvásárlások* szolgálták *külső kontrollfolyamatként*, amelyet az aktív tulajdonosi szerepet vállaló, elsősorban intézményi befektetők váltottak fel. Eme csoport, megnövekedett tőkepiaci súlyánál fogva, arra törekedett, hogy a vállalati döntések befolyásolásához elegendő tulajdoni hányadhoz jusson. Ezzel párhuzamosan megkezdődött az aktív tulajdonosi szerephez elengedhetetlen, szellemi előforrások kiépítése. Napjainkban az Egyesült Álla-



mokban működő nyugdíjalapok, alapkezelők többsége számol eme tevékenységgel, mint a megtérülés növelésének egyik eszközével.

A kérdést egyre szélesebb körben tárgyaló szakirodalom azonban ezzel ellentétes eredményekre jutott. Míg egyesek a domináns tulajdonosok jótékony hatásáról számolnak be (*Shleifer–Vishny* [1986], *Gorton–Schmid* [2000], *Mitton* [2002], *Claessens–Djankov* [1999]), addig mások az aktív tulajdonosok vállalatvezetőket korlátozó tevékenységéről beszélnek (*Burkart* és szerzőtársai [1997]). Negatívumként említik, hogy a koncentrált tulajdonosok (blockholder) számának növekedésével együtt jár a vállalati részvénylikviditás csökkenése, és ez a részvényárfolyam információtartalmának a csökkenéséhez vezethet (*Holmström–Tirole* [1993]). *Noe* [2002] ezzel szemben azt állítja, hogy az intézményi befektetők mint koncentrált tulajdonosok növelik a részvénylikviditást, mivel többletinformációval töltik meg azt, így csökken a vételi-eladási árrés (bid-ask spread). *Demsetz–Lehn* [1985] álláspontja szerint, ha a szétaprózott tulajdonosi szerkezet kizárólag hátrányokkal járna, akkor egy racionális világban megszűnne létezni. Az irodalomból kiragadott néhány példán jól látszik, hogy a kérdés összetett, és még folynak a viták e tárgyban.

*Zwiebel* [1998] elméletét – amely a koncentrált tulajdonosok között létrejövő koalíció lehetőségéről szól – *Earle, Kucsera* és *Telegdy* [2005] a Budapesti Értektőzsdére alkalmazva arra a megállapításra jutott, hogy a domináns koncentrált tulajdonos valóban „kialakítja saját terét” (creating their own space), s ezáltal a következő koncentrált tulajdonosnak a vállalati teljesítményre gyakorolt hatása negatív. Így tehát a második koncentrált tulajdonos már nem képes hozzájárulni a vezetői kontroll növeléséhez, hanem éppen a tulajdonosok között kialakuló konfliktusok visszafogják a vállalati teljesítményt. Ez a megfigyelés a magas tulajdonosi koncentrációból adódóan nem is meglepő, hiszen *Earle* és szerzőtársai a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadát 39,4 százalékban állapították meg, ami már eleve igen jelentős, és a vállalati működésbe beleszólást biztosít a domináns tulajdonosnak.

Dolgozatunkban *Earle–Kucsera–Telegdy*hez hasonlóan azt vizsgáljuk, hogy a koncentrált tulajdonosok között létrejön-e kollektív együttműködés a vállalatvezetés hatékonyabb kontrollja érdekében. *Mi a kollektív együttműködésre vonatkozó kérdést ugyanakkor kiegészítjük a koncentrált tulajdonosok identitásával is, vagyis különbséget teszünk intézményi befektető, alapkezelő és belső tulajdonos között.* Ezt a már előzőekben említett intézményi befektetők kimagasló tulajdonosi aktivitása, valamint az esetlegesen egymástól eltérő motiváció indokolja. Az általunk vizsgált vállalati kör is jelentősen eltér attól, amelyet *Earle* és szerzőtársai elemeztek, hiszen a BÉT-en jegyzett vállalatokra a magas tulajdonosi koncentráció, míg az S&P 500-as vállalatokra a széles körben megfigyelhető szóródás a jellemző. Ez tehát azt jelentheti, hogy az esetünkben vizsgálat alá vont S&P 500-as vállalatoknál – mivel a tulajdonosi koncentráció kicsi – sokkal nagyobb jelentősége lehet a koalíció létrejöttének.

Vizsgálандó kérdéseink tehát a következők:

1. Milyen hatást gyakorol a tulajdonosi koncentráció a vállalat teljesítményére?
2. Kialakul-e koncentrált tulajdonosi koalíció ha (a) létezik domináns koncentrált tulajdonos, akinek tulajdoni hányada meghaladja a 10%-ot, vagy (b) nem létezik domináns koncentrált tulajdonos?

3. Változik-e az esetlegesen kialakuló koalíció hatékonysága, ha a domináns koncentrált tulajdonos intézményi befektető?
4. Befolyásolja-e a koalíció hatékonyságát a koalíció homogenitása, vagyis a koncentrált tulajdonosok identitása?

## 2. ADATOK ÉS MÓDSZERTAN

Elemzésünket az S&P 500-as vállalatok 2005-ös harmadik negyedévi adatain végeztük el. Független változóként a sajáttőke-arányos megtérülési mutatót (*ROE*) és a működési hatékonyságot (*MH*) mérő mutatót használtuk. A sajáttőke-arányos megtérülési mutatót (*ROE*) az adózott eredmény és sajáttőke hányadosaként, míg a működési hatékonyságmutatót (*MH*) az árbevétel és a foglalkoztatottak számának hányadosaként definiáltuk. A könnyebb kezelhetőség érdekében az *MH* mutatót logaritmizáltuk:  $\text{Log}(MH)$ . A keresztmetszeti elemzéshez az adatokat a Reuters és Business and Company Resource Center adatbázisokból nyertük. A modellekben a vállalati méret kiigazítását a foglalkoztatottak számát reprezentáló változó bevonásával végeztük el (*M*).

A mintában a  $C_1$  változó a legnagyobb koncentrált tulajdonost,  $C_2$  az első kettő koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának összegét, míg  $C_3$  az első három koncentrált tulajdonos együttes tulajdoni hányadát jelenti.  $C_{\text{mind}}$  változó a tíz legnagyobb koncentrált tulajdonos együttes tulajdoni hányadát reprezentálja.

Az 1–4. táblázatok a vizsgált minta leíró statisztikáját mutatják be. Az 1. táblázat arról tanúskodik, hogy az Egyesült Államok esetében már nem igaz *Berle–Means* [1932] megállapítása, amely szerint a nagyvállalatok tulajdonosi szerkezete teljes mértékben szétaprózódott, azaz a tulajdonosi szerkezetben nem található koncentrált tulajdonos (az átlagos első legnagyobb koncentrált tulajdonos mérete 11,05 százalék). Érdemes továbbá megfigyelni a maximumértékeket, hiszen a legnagyobb koncentrált tulajdonosok között létezik olyan, amelyik 42 százalékot meghaladó befolyással rendelkezik, ami viszont egyáltalán nem jellemző az angolszász környezetre. A második és harmadik tulajdonos átlagos mérete kontinentális európai viszonylatban nem minősül jelentősnek, azonban az Egyesült Államokban számottevőnek mondható a hét, illetve hat százalékot meghaladó tulajdoni hányad.

1. táblázat

**Az S&P 500-as vállalatok tulajdonosi koncentrációja 2005 harmadik negyedévében (%)**

Kategória	Változó	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Első legnagyobb	$C_1$	11,05	5,99	5,02	9,64	42,82
Első kettő összesen	$C_2$	16,46	8,18	5,02	15,43	55,61
Első három összesen	$C_3$	19,19	10,29	5,02	18,38	61,57
Első tíz összesen	$C_{\text{mind}}$	21,24	13,27	5,02	18,38	86,78
Második legnagyobb	$B_1$	7,75	2,52	5,06	7,02	21,39
Harmadik legnagyobb	$B_2$	6,71	1,67	5,00	6,25	13,36

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center; a szerzők számításai

Megjegyzés: elemszám ( $N$ )=500

A 2. táblázat az egyes koncentrált tulajdonosi szintekre jellemző tulajdonostípusok közötti megoszlást mutatja. Eszerint a legnagyobb koncentrált tulajdonosok esetében a belső tulajdonosok rendelkeznek a legnagyobb tulajdoni hányaddal, azaz a döntéshozók ugyancsak érdekeltek a vállalati érték maximalizálásában. Az intézményi befektetők megnövekedett jelentősége jól látszik, hiszen a belső tulajdonosok mögött minden szinten a második legnagyobb befolyással rendelkeznek. A táblázatból az is kitűnik, hogy a legnagyobb koncentrált tulajdonosok esetén a 42 százalékos tulajdoni hányadot birtokló befektető a belső tulajdonosok közül kerül ki.

2. táblázat

**Az első három legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának leíró statisztikája tulajdonosi típus szerinti bontásban**

Kategória	Típus	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
Első legnagyobb	Intézményi	10,22	4,41	5,02	9,38	39,33
	Belső	15,84	10,26	5,11	12,52	42,82
	Alapkezelő	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Második legnagyobb	Intézményi	7,62	2,29	5,06	7,02	17,63
	Belső	9,14	3,79	5,07	7,91	21,39
	Alapkezelő	7,32	2,44	5,21	6,68	16,07
Harmadik legnagyobb	Intézményi	6,79	1,74	5,00	6,27	13,36
	Belső	6,37	1,63	5,22	5,61	10,22
	Alapkezelő	6,27	0,98	5,03	6,17	8,13

*Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center; a szerzők számításai*

Míg a 2. táblázat alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy a belső tulajdonosok dominálnak, addig a 3. táblázat az intézményi tulajdonosok javára dönti el a versenyt. Jól látszik, hogy a teljes mintán megfigyelt eloszlás azt mutatja: a legnagyobb koncentrált tulajdonosok 85,23, a második legnagyobb koncentrált tulajdonosok 83,01, míg a harmadik legnagyobb koncentrált tulajdonosok 82,79 százalékban az intézményi befektetők csoportjából kerülnek ki. Ez más szóval azt jelenti, hogy a belső tulajdonos ritkán nagy, de ha az, akkor befolyása jelentősen felülmúlja a többi tulajdonosét.

3. táblázat

**A tulajdonosi típusok tulajdonosi kategóriák közötti abszolút és százalékos eloszlása**

Típus		C1	B2	B3	Összesen
Intézményi	Előfordulás	381	259	151	791
	%-os arány	85,23%	83,01%	82,97%	84,06%
Belső	Előfordulás	66	30	9	105
	%-os arány	14,77%	9,62%	4,95%	11,16%
Alapkezelő	Előfordulás		23	22	45
	%-os arány	0,00%	7,37%	12,09%	4,78%
<b>Összesen</b>	Előfordulás	447	312	182	941

*Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center; a szerzők számításai*

*Megjegyzés: A kategóriákban a típusok összesített előfordulása azért nem éri el az 500-at (N), mert vannak olyan vállalatok, amelyek tulajdonosai között nem található 5%-ot meghaladó tulajdoni hányaddal rendelkező befektető.*

A függő változók leíró statisztikáját tartalmazó 4. táblázat arról tanúskodik, hogy valóban nagyvállalatokról van szó, hiszen az átlagos alkalmazotti szám 43 ezer fő fölött van (közel húszezer medián). A tulajdonosi koncentrációt befolyásoló jogrendszer, valamint annak hatékonyságán túl a vállalat mérete ugyancsak hatást gyakorol a szerkezetre. Demsetz–Lehn [1985] megállapítása szerint minél nagyobb a vállalat, annál alacsonyabb a tulajdonosi koncentráció.

4. táblázat

**Leíró statisztika:  
ROE mutató, működési hatékonyság, Log(MH), foglalkoztatottak száma**

Változó	Definíció	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum
ROE	Tőke- megtérülési mutató	18,86	26,00	-96,99	16,15	316
MH	Működési hatékonyság	579 789	826 480	36 034	337 580	10 377 250
Log(MH)	Log (Működési hatékonyság)	5,53	0,65	0,01	5,53	7,02
ASZ	Alkalmazottak	43 822	95 215	360	19 847	1 700 000

Forrás: Reuters adatbázis, Business and Company Resource Center; a szerzők számításai  
Megjegyzés: ROE=adózott eredmény/sajáttőke; MH=árbevétel/alkalmazottak száma

Elsőként a koncentráció és teljesítmény kapcsolatát becsültük meg az (1) egyváltozós regressziós modell segítségével, amelyben  $Y_i$  a ROE és  $Log(MH)$  függő változók, míg a  $B_{ji}$  független változó az  $i$ -edik vállalat  $j$ -edik koncentrációs mutatója. Annak érdekében, hogy az egyes koncentrált tulajdonosi szintek izolált hatását becsülni tudjuk a  $C_2$  és  $C_3$  mutatókból, a második ( $B_2$ ) és harmadik ( $B_3$ ) legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadát is be kell vonni az elemzésbe.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 B_{ji} + \beta_2 M_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Több koncentrált tulajdonos együttes jelenlétének hatása szempontjából lényeges kérdés a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányadának nagysága. Ha a 10%-ot meghaladja, tehát domináns koncentrált tulajdonosról van szó, akkor céljai eléréséhez nem feltétlenül van szüksége más koncentrált tulajdonosok támogatására; valamint többletjogaival és információszerző képességével könnyen visszaélhet, megkárosítva a kisebb koncentrált tulajdonosokat. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának hatását a  $D_{DOM}$  dummy változó bevonásával becsüljük, amely egyenlő 1-gyel, ha  $C_1$  nagyobb vagy egyenlő 10%-kal, valamint 0, ha  $C_1$  10%-nál kisebb. Ha  $C_1$  nem domináns, akkor hatását a  $\delta_1$  koefficiens, valamint a koalíció hatását ( $C_{mind}-C_1$ )  $\delta_2$  koefficiens mutatja meg. Dominancia esetén  $\delta_1 + \delta_3$  a legnagyobb koncentrált tulajdonos, míg  $\delta_2 + \delta_4$  a további koncentrált tulajdonosok összefogásának hatását méri. Az összefüggést a (2) modell foglalja össze.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

A bevezetőben megemlített tulajdonosi aktivitás, amelyben az intézményi befektetők kiemelt szerepet játszanak, a (3) modellben jelenik meg. A  $D_{TP}$  dummy változó a  $C_1$  koncentrált tulajdonos típusát specifikálja, amely intézményi, ha  $D_{TP}=1$ , és belső vagy alapkezelő, ha  $D_{TP}=0$ . Így tehát, ha a legnagyobb koncentrált tulajdonos nem domináns és nem intézményi, akkor a teljesítményre gyakorolt hatását a  $\delta_l$  koefficiens mutatja meg, míg a koalícióét a  $\delta_j$ . A dominancia kérdését ez a modell is a (2)-hoz hasonlóan kezeli, míg a tulajdonosi típus hatását  $\delta_l$  és  $\delta_j$  méri. Így tehát domináns és intézményi  $C_1$  esetén  $\delta_l + \delta_j + \delta_l$  koefficiensek összege a releváns, míg ebben az esetben a koalíció hatását a  $\delta_j + \delta_l + \delta_j$  összeg mutatja meg.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Az egyes befektetői csoportok érdekei között fennálló különbséget, amely a koalícióalkotás szempontjából releváns, a (4) modell vizsgálja. A jelen dolgozat területi korlátai nem teszik lehetővé az eltérő motivációk taglalását, így fogadjuk el azt, hogy az nem feltétlenül egyezik meg egy menedzsertulajdonos, egy állami nyugdíjalap és egy alapkezelő esetében. A  $D_{HOM}$  dummy változó a kizárólag intézményi befektetőkből álló koalíciónál 1 értéket vesz fel, míg heterogén csoportnál 0-t. A  $\delta_l$  koefficiens a homogén koalíció teljes hatáshoz adódó kontribúciót méri.

$$Y_i = \beta_0 + [\delta_1 + \delta_3 D_{DOM} + \lambda_1 D_{TP}] C_1 + [\delta_2 + \delta_4 D_{DOM} + \lambda_2 D_{TP} + \gamma_1 D_{HOM}] (C_{\min d} - C_1) + \beta_1 M_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

A tulajdonos típusának relevanciáját, s ezen belül is az intézményi befektetők jelentőségét a mintában megfigyelhető eloszlásuk ugyancsak alátámasztja. A melléklet 3. táblázatában jól látható az első három koncentrált tulajdonosi kategóriában ezen csoport előfordulása. A  $C_1$  csoportban 85,23, a  $B_2$ -ben 83,02, míg a  $B_3$ -ban 82,97 százalék. A mintából azokat a vállalatokat kizártuk, amelyeknél a ROE mutató szélsőségesen nagy értéket vett fel. A teljes mintán ez négy vállalat figyelmen kívül hagyását jelentette.

### 3. EREDMÉNYEK

A következőkben közölt eredményeinkről egységesen elmondható, hogy statisztikailag nem szignifikánsak, ugyanakkor érdemes megvizsgálni a bennük rejlő gazdasági mondanivalót. Elsőként a teljesítmény és koncentrált tulajdonosi csoportok közötti kapcsolatot vizsgáltuk az (1) modell segítségével, amelynek becsült eredményeit az 5. táblázat mutatja. A ROE mutató esetében a koncentráció növekedésével a hatás mértéke csökken, majd pedig negatív irányban befolyásolja a vállalati teljesítményt. Ez az összefüggés a működésihatékonyság-mutatónál már a kezdetekben is negatív, de ahogy nő a koncentráció, úgy csökken az ellentétes hatás mértéke. Ha figyelembe vesszük a  $\text{Log}(MH)$  esetében a növekvő értékeket, akkor kijelenthetjük, hogy a hatás ellentétes a

ROE mutatónál tapasztaltakkal, amely esetben a növekvő számú koncentrált tulajdonos, egymással érdekkonfliktusba kerülve, nem képes a vállalatvezetés hatékony kontrolljára, ennek következtében a vállalati teljesítmény növelésére. Mivel a sztenderd hiba nem növekszik, ahogy a koncentráció nő, így a ROE változónál kijelenthető, hogy a csökkenést nem a koncentrációból származó adatokban jelentkező „zaj” okozza. A  $\text{Log}(\text{MH})$  változónál ugyanez elmondható, de természetesen ellentétes irányú hatás feltételezése mellett.

5. táblázat

### A növekvő tulajdonosi koncentrációnak a vállalati teljesítményre gyakorolt hatása

Függő változó					
ROE			Log(MH)		
$C_1$	$C_2$	$C_3$	$C_1$	$C_2$	$C_3$
8,67	1,82	-1,65	-0,60	-0,35	-0,23
(16,394)	(12,089)	(9,626)	(0,276)	(0,202)	(0,161)

Megjegyzés: Független változók:  $C_1$  a legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada;  $C_2$  az első kettő legnagyobb koncentrált tulajdonos együtt;  $C_3$  az első három legnagyobb koncentrált tulajdonos együtt. Zárójelben a sztenderd hiba látható. \*\*\* – 1%-os szignifikancia; \*\* – 5%-os szignifikancia; \* – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

A  $C_2$  és  $C_3$  koncentrációs mutatókat felbontva, a 6. táblázatban láthatjuk az egyes tulajdonosi csoportok izolált hatását. A ROE függő változót tartalmazó regressziós becslés eredménye nem okoz meglepetést, hiszen ott a második és harmadik koncentrált tulajdonos csökkentette a vezetői kontroll hatékonyságát. A működési hatékonyság esetében viszont ellentmondás látszik az egyes tulajdonosi csoportoknál az izolált és a koncentrációs mutatók hatásai között. Míg a koncentrációs mutatóknál növekvő hatékonyság (csökkenő negatív hatás) volt a jellemző, addig az egyes tulajdonosi csoportoknál a koefficiensek csökkenő tendenciát mutatnak. Ez más szóval azt jelenti, hogy a második és harmadik koncentrált tulajdonos tovább csökkenti a kontroll hatékonyságát.

6. táblázat

### Az első három koncentrált tulajdonos egymástól függetlenül becsült hatása a függő változókra

Függő változó					
ROE			Log(MH)		
$C_1$	$B_2$	$B_3$	$C_1$	$B_2$	$B_3$
8,67	-115,58	-187,84	-0,600	-1,990	-2,92
(16,394)	(50,508)	(107,649)	(0,276)	(0,808)	(1,600)

Megjegyzés: Független változók:  $C_1$  az első legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada;  $B_2$  a második legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada;  $B_3$  a harmadik legnagyobb koncentrált tulajdonos tulajdoni hányada. Zárójelben a sztenderd hiba látható. \*\*\* – 1%-os szignifikancia; \*\* – 5%-os szignifikancia; \* – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

Arra a kérdésre, hogy a domináns koncentrált tulajdonos (legalább 10% tulajdoni hányaddal rendelkező koncentrált tulajdonos) „kialakítja e saját terét”, vagy sem, a 7. táblázatban bemutatott becslült értékek adnak választ. A ROE változó esetében, ha  $C_1$  nem domináns, akkor  $C_1$  képtelen a hatékony kontrollra (-9,34), ekkor a koalíció hatása pozitív (3,61), tehát a koncentrált tulajdonosok összefogásának eredményeképpen vállalati teljesítménynövekedés abszolválható. A  $\text{Log}(\text{MH})$ -nál viszont a nem domináns koncentrált tulajdonos képes a hatékony kontrollra (1,17), amit a koalíció tovább erősít (0,14). A ROE esetében a dominancia pozitív hatása hatékonyra teszi a legnagyobb koncentrált tulajdonos tevékenységét (-9,34+21=11,66), ezzel szemben a koalíció jelentőségét veszti. Ez tehát azt jelenti, hogy a domináns koncentrált tulajdonos valóban „kialakítja saját terét”, mely szükségtelenné teszi további koncentrált tulajdonosok jelenlétét. A működési hatékonyság esetében a hatás ismét csak ellentétes.

7. táblázat

**A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becslült hatása a legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciája vagy dominanciahiánya esetén**

Függő változó							
ROE				Log(MH)			
$\delta_1$	$\delta_3$	$\delta_2$	$\Delta_4$	$\Delta_1$	$\Delta_3$	$\Delta_2$	$\Delta_4$
-9,34	21,00	3,61	-16,53	1,17	-1,27	0,14	-0,16
(55,267)	(42,945)	(18,695)	(22,490)	(0,917)	(0,714)	(0,310)	(0,374)

Megjegyzés:  $N=437$ .  $\delta_1$  – nem domináns koncentrált tulajdonos (<10%) hatása;  $\delta_3$  – domináns koncentrált tulajdonos (>10%) hozzájárulása a teljes hatáshoz ( $\delta_1 + \delta_3$ );  $\delta_2$  – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása;  $\Delta_4$  – a koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ( $\delta_2 + \Delta_4$ ). Zárójelben a sztenderd hiba látható. \*\*\* – 1%-os szignifikancia; \*\* – 5%-os szignifikancia; \* – 10%-os szignifikancia-szintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

Az intézményi befektetők aktív tulajdonosi szerepvállalása, valamint kizorító hatása a 8. táblázat ROE szegmensében egyértelműen nyomon követhető. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának, majd pedig intézményi befektetői mivoltának ténye tovább növeli befolyását. Ezzel szemben a dominancia és az intézményi befektetői ismérvek csökkentik a koalíció lehetőségeit. A működési hatékonyság függővé tételekor az eredmény ismét csak ellentétes a ROE esettel, ugyanakkor kiemelendő a domináns intézményi forgatókönyvnél a koalíció ugyan kismértékű, de pozitív hatása.

8. tábla

**A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becsült hatása  
a függő változókra, a legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciájának  
vagy dominanciahiányának függvényében**

Függő változó					
ROE					
$\delta_1$	$\Delta_3$	$\Lambda_1$	$\delta_2$	$\delta_4$	$\lambda_2$
-10,92 (55,416)	18,45 (43,377)	9,64 (24,873)	19,38 (26,767)	-14,97 (22,675)	-20,41 (24,826)
Log(MH)					
$\delta_1$	$\Delta_3$	$\Lambda_1$	$\delta_2$	$\delta_4$	$\lambda_2$
1,22 (0,921)	-1,26 (0,721)	-0,07 (0,415)	-0,09 (0,441)	-0,18 (0,376)	0,3 (0,403)

Megjegyzés:  $N=437$ .  $\delta_1$  – nem domináns koncentrált tulajdonos hatása;  $\delta_3$  – domináns koncentrált tulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ( $\delta_1 + \delta_3$ );  $\delta_2$  – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása;  $\delta_4$  – koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ( $\delta_2 + \delta_4$ );  $\lambda_1$  és  $\lambda_2$  – intézményi befektetők egyéni, illetve jelenlétükben a koalíció hatását jelenti; zárójelben a sztenderd hiba látható. \*\*\* – 1%-os szignifikancia; \*\* – 5%-os szignifikancia; \* – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

A különböző érderendszerrel rendelkező befektetői csoportok koalícióalkotási készségét, vagy inkább hatékonyságát a 9. táblázatban a  $\lambda_i$  értékek reprezentálják. A ROE esetén a kizárólag intézményi befektetőkből álló koalíció (homogén) negatív hatást gyakorol a vállalati teljesítményre, míg a működési hatékonyság függővé tételekor a homogenitás pozitívan járul hozzá a vezetői kontrollhoz. Abban az esetben, amikor a domináns tulajdonos egyben intézményi is, akkor a homogén intézményi koalíció tovább csökkenti a tulajdonosi aktivitás hatékonyságát.

9. tábla

**A legnagyobb koncentrált tulajdonos és a koalíció becsült hatása  
a függő változókra,  $C_1$  dominanciájának és típusának, valamint a koalíció  
homogenitásának függvényében**

Függő változó						
ROE						
$\delta_1$	$\delta_3$	$\lambda_1$	$\delta_2$	$\delta_4$	$\lambda_2$	$\Gamma_1$
-110,18 (77,113)	85,43 (65,600)	-2,34 (37,099)	20,05 (37,443)	-27,18 (33,326)	-20,31 (31,554)	-14,42 (16,543)



Log(MH)						
$\delta_1$	$\delta_3$	$\lambda_2$	$\delta_2$	$\delta_4$	$\lambda_2$	$\Gamma_1$
1,16	-0,84	-0,52	-0,56	-0,24	0,61	0,11
(1,246)	(1,060)	(0,604)	(0,602)	(0,539)	(0,501)	(0,266)

Megjegyzés:  $N=303$ .  $\delta_1$  – nem domináns koncentrált tulajdonos hatása;  $\delta_3$  – domináns koncentrált tulajdonos hozzájárulása a teljes hatáshoz ( $\delta_1 + \delta_3$ );  $\delta_2$  – nem domináns koncentrált tulajdonos esetén a koalíció hatása;  $\delta_4$  – a koalíció hozzájárulása a teljes hatáshoz domináns koncentrált tulajdonos esetén ( $\delta_2 + \delta_4$ );  $\lambda_1$  és  $\lambda_2$  – az intézményi befektetők egyéni, illetve jelenlétiükben a koalíció hatását jeleníti;  $\delta_1$  – a homogén, azaz csak intézményi befektetőkkel álló koalíció hatását méri; zárójelben a sztenderd hiba látható. \*\*\* – 1%-os szignifikancia; \*\* – 5%-os szignifikancia; \* – 10%-os szignifikanciaszintet jelöl. (Mivel a koefficiensek statisztikailag nem szignifikánsak, így egyiket sem indexáljuk csillaggal.)

#### 4. KÖVETKEZTETÉSEK

A vállalati érték és a tulajdonosi struktúra közötti összefüggés egyre szélesebb körben kutatott kérdés. Az eredmények ugyanakkor meglehetősen ellentmondásosak; ennek egyik oka az eltérő módszertan, valamint koncentrációmérés. Dolgozatunk a koncentráció hatásán túl vizsgálta a koncentrált tulajdonosok koalícióalkotási hajlandóságát, annak hatását. A koalícióalkotás vizsgálatán túl a dolgozat fontos hozzájárulása a tárgyhöz a koncentrált tulajdonosok típusának bevonása az elemzésbe. A tulajdonosi aktivitással foglalkozó kutatási irány képviselői rávilágítottak a koncentrált tulajdonosok aktív szerepvállalása nyomán kialakuló vállalati teljesítményváltozásra, és ez alátámasztja vizsgálatunk létjogosultságát.

Eredményeink statisztikailag nem szignifikánsak, ugyanakkor részben alátámasztják a már eddig ismert összefüggéseket. A legnagyobb koncentrált tulajdonos dominanciája meghatározó a vállalatvezetői kontroll hatékonysága szempontjából. *A domináns koncentrált tulajdonos képes pozitív hatást gyakorolni a vállalati teljesítményre, ugyanakkor ilyen esetben a többi koncentrált tulajdonos tevékenysége káros hatást fejt ki.* A koalíció ellenben hatékonynak bizonyul, amikor a legnagyobb koncentrált tulajdonos nem rendelkezik 10%-nál nagyobb tulajdoni hányaddal.

Dominancia esetén az a tény, hogy a domináns koncentrált tulajdonos intézményi befektető, tovább erősíti a pozitív hatást, ugyanakkor tovább rontja a koalíció lehetőségeit. Fontos kiemelni, hogy ezen specifikációnál a működésihatékonyság-mutató mint függő változó pozitív kapcsolatot mutat a koalíció változójával, tehát ellentétben a ROE mutató esetével, *a koalíció képes a hatékonyságnövelésre.*

A koalíció összetételének, homogenitásának vizsgálata ellentétes eredményeket hozott a két függő változó viszonylatában. A ROE mutatónál a kizárólag intézményi befektetők alkotta koalíció nem képes pozitív irányban befolyásolni a vállalat teljesítményét, míg a működésihatékonyság-mutató esetében a reláció pozitív.

Összességül tehát azt mondhatjuk, hogy eredményeink, még ha statisztikailag nem is szignifikánsak, alátámasztják a koncentrált tulajdonosok egymáshoz viszonyított méretéből fakadó, eltérő hatékonyságot. Továbbá az is bizonyítást nyert, hogy a tulajdonos típusa, feltehetően az eltérő motiváció és célrendszerek következtében, ugyancsak változtat a vállalatvezetői kontroll hatékonyságán.

## IRODALOMJEGYZÉK

- BARCLAY, M. J.–HOLDERNESS, C. J. [1989]: Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25. (2)., 371–395. o.
- BERLE, A. A.–MEANS, G. C. [1932]: Modern corporation and private property, New York, Macmillan.
- BHAGAT, S.–BLACK, B., BLAIR, M. [2004]: Relational investing and firm performance, *Journal of Financial Research*, 27. (1)., 1–30. o.
- BURKART, M.–GROMB, D.–PANUNZI, F. [1997]: Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, CXII. (3), 693–728. o.
- CLAESSENS, S.–DJANKOV, S. [1999]: Ownership concentration and firm performance in the Czech Republic, *Journal of Comparative Economics*, 27., 498–513. o.
- DEMSETZ, H.–LEHN, K. [1985]: The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 9. (6), 1155–1177. o.
- DYCK, A.–ZINGALES, L. [2004]: Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, LIX. (2)., 573–600. o.
- EARLE, J.–KUCSERA, Cs.–TELEGDY, Á. [2005]: Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange: Do too many cooks spoil the goulash?, *Corporate Governance*, 13. (2), 254–264. o.
- GORTON, G.–SCHMID, F. A. [2000]: Universal banking and the performance of German firms, *Journal of Financial Economics*, 58., 29–80. o.
- HOLMSTRÖM, B.–TIROLE, J. [1993]: Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy*, 101. (4), 678–709. o.
- LA PORTA, R.–LOPEZ-SILANES, F.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1997]: Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106., 1113–1155. o.
- MITTON, TODD [2002]: A cross firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 64., 215–241. o.
- NOE, T. [2002]: Institutional activism and financial market structure, *Review of Financial Studies*, 15., 289–319. o.
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [1986]: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94. (3), 461–488. o.
- ZWIEBEL, J. [1998]: Block investment and partial benefits of corporate control, *Review of Economic Studies*, 62., 161–185. o.