

A japán vállalatirányítás átalakulása

OZSVALD ÉVA

Az 1990-es évek óta a japán tőzsdei társaságok hagyományos vállalatirányítási (corporate governance) modellje átalakult, mindenekelőtt a globális sztenderdekhez való alkalmazkodás kényszere miatt. A reformok a jogi környezet modernizálásával kezdődtek, amelynek során a nyílt részvénytársaságokra vonatkozó vállalatirányítási szabályokat amerikai minta szerint alakították át, hozzáteve, hogy néhány szempontból (így pl. az igazgatótanácsok szerkezetére vonatkozóan) nem kógens jelleggel. A törvény betűje ütközött a mélyen gyökerező társadalmi normákkal és a bennfentes üzleti kultúrával. Ez utóbbiak erősen befolyásolták a vállalatirányítási reformok menetét. Az eredmény egy olyan hibrid vállalatirányítási rendszer kialakulása volt, amelynek során a különböző vállalatok különböző módon kombinálják és adaptálják a tradicionális japán stakeholder-modell elemeit az angolszász típusú vállalatirányítási rendszer összetevőivel.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G 34, P 50.

A japán gazdaság hosszú évtizedeken keresztül a gyors növekedés és a modernizáció mintaországa volt, egyedi, csak Japánra jellemző, a nyugati hatások által csak kevésbé befolyásolt intézményrendszerrel. A páratlan sikersorozat azonban 1990-ben véget ért, amikor az óriásbuborékká fúvódott részvény- és ingatlanpiaci boom után pénzügyi válság, recesszió, majd elhúzódó stagnálás következett. A hajdani éllovas Japán a versenyképességi ranglistákon egyre hátrébb szorult. A hanyatlás okait vizsgálva kiderül, hogy a pénzügyi és reálgazdasági problémák mellett a gazdasági cselekvést meghatározó intézmények – beleértve a játékszabályokat is – egyre csökkenő hatékonysággal működtek. Számos, korábban sikeres, a japán kapitalizmus egyedi kiválóságának tartott intézmény az új korszak körülményei között diszfunkcionálissá vált. A hatékonyságvesztés megállítása és visszafordítása érdekében egy lassan araszoló reformfolyamat indult el egy nyitottabb, kevésbé szabályozott, piacibb jellegű intézményrendszer irányába. Az ezredforduló tájékán a nagy kérdés az volt, hogy ez az intézményi evolúciós folyamat elvezet-e a modellváltáshoz; és ha igen, akkor az átalakulást a globalizáció logikája vezérli-e, azaz a japán modell vajon a konvergencia pályáján haladva közelít-e a szakirodalomban liberális piacgazdaságnak nevezett formációhoz.

Ozsvald Éva, az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézetének tudományos főmunkatársa. E-mail cím: ozsvald.eva@krtk.mta.hu

Írásomban ennek a kérdésnek a megválaszolásához kívánok hozzájárulni azzal, hogy elemzem a japán üzleti modellt, pontosabban a vállalatirányítási,¹ azaz a corporate governance² (CG) reformok történetét. Az összehasonlító közgazdaságtan Varieties of Capitalism ága megkülönböztetett figyelemmel kezeli (*Hall–Sosskice*, 2001, *Gospel–Pendleton*, 2006) a nyílt részvénytársaságok (a tőzsdei cégek) irányításában tapasztalható markáns különbségeket az egyes nemzeti kapitalizmusmodellek között. Nem véletlenül: egy adott ország vállalatirányítási rendszerének érdemi tanulmányozása ugyanis messze túlmutat a vállalat tulajdonosai és menedzsmentje között az aszimmetrikus informáltságból származó megbízó-ügynök problémán. A corporate governance jellemzők feltárása ugyanis maga után vonja a többi alapvető piacgazdasági intézmény elemzését is, mint a tőkepiac, a társaságok tulajdonosi struktúrája, a vállalatirányítási gyakorlat és az átláthatóságot szabályozó jogi háttér, a vállalatközi kapcsolatok természete, a vállalatvezetés és a vállalatok részvényeseken kívüli *érintettjeinek* (az alkalmazottaknak, a hitelezőknek, a beszállítóknak – angol terminológiával a *stakeholdereknek*) a viszonya. Mi több, a corporate governance egyike azoknak a gazdasági intézményeknek, amelyeknek a legerősebb a beágyazottsága az adott társadalom kultúrájába és értékeibe. Így a japán vállalatirányítás evolúcióját elemezve nem kerülhetjük meg a japán kapitalizmusmodell számos más lényeges összetevőjének elemzését sem.

A klasszikus modell

A corporate governance klasszikus modelljének a japán gazdaság (nagyjából az 1960-as évek kezdetétől az 1990-es évek elejéig tartó) aranykorában működő vállalatirányítási rendszert neveztük el. A klasszikus modell elemzését célszerű a részvénytulajdonosi kör azonosításával kezdeni. A japán nyílt részvénytársaságok tulajdonosainak két legnagyobb csoportját a hazai

¹ A vállalatirányítás fogalmának tisztázása érdekében a corporate governance nagyszámú meghatározása közül *Blair* [1995, 3. o.] definíciója mellett teszem le a voksot. Eszerint „...a vállalatirányítást olyan jogi, kulturális és intézményi összetevők alkotják, amelyek meghatározzák a nyilvános részvénytársaságok mozgásterét, azt, hogy e társaságok felett ki és milyen módon gyakorolja a kontrollt, továbbá azokat a mechanizmusokat is, amelyek a társaságok tevékenységét kísérő kockázatokat és hozamokat az egyes aktorok között allokálják.”

² E tanulmányban azonos jelentésűként kezelem és felváltva használom a vállalatirányítás terminust és angol megfelelőjét, a corporate governance kifejezést. A kétnyelvűség használatával az a szándékom, hogy szemantikailag is erősítsem a vállalatirányítás fogalmának pontos értelmezését magyar nyelven is.

pénzintézetek, illetve nagyvállalatok alkották. A klasszikus modell korszakában a részvényesek között külföldieket és intézményi befektetőket csak egészen kis arányban találhattunk. A japán tulajdonosi hálózat egyik fontos jellegzetessége a részvények kereszttulajdonlása (ez a tokiói tőzsde összes részvényeinek 18 százalékát érintette) és a stabil részvénytartás jelentős súlya volt. Ez a sajátos tulajdonosi szerkezet magyarázza, hogy a szakértők a japán tőkepiaci viszonyok elemzése során miért használták oly gyakran a „türelmes tőke” szókapcsolatot (Schaede, 2008). A hosszú távú részvénytartásra berendezkedett partnerek szeme előtt nem (pontosabban: nem elsősorban) a befektetett tőkéjük után járó tisztos hozam lebegett: a kereszttulajdonlás célja a kölcsönösen előnyös kooperatív üzleti viszonyok ápolása és tulajdonosi kapcsolatokkal való megerősítése volt.

A vállalatirányítás legbefolyásosabb szereplője akkortájt a menedzsment volt. A belső audittestület (*kansayaku*) kontrollja a menedzsment felett csupán formális intézményként működött. A vállalatok igazgatóságában a tulajdonosi érdek képviselője nem jelent meg és az operatív és a stratégiai irányítás sem különült el egymástól. Ebben a szinte tökéletes bennfentes (insider) paradicsomban – amelyben axiómaként kezelték azt, hogy a vállalat legfelsőbb döntéshozói pozícióiba a legrátermettebb, kompetens és morálisan kikezdzhetetlen személyiségek kerülnek – senki sem igényelte vagy vetette fel problémaként a befektetőknek szóló pontos információ, az átláthatóság vagy a menedzsment beszámoltathatóságának követelményét. Hatékony külső kontrollt egyedül az ún. főbank intézménye jelentett. A vállalatcsoportokhoz tartozó nagybank (a főbank) nemcsak a vállalatok legfontosabb finanszírozója, hanem legfőbb monitoring intézménye is volt: a menedzsment után a főbank rendelkezett a legtöbb információval az adott vállalatról.

A klasszikus modell időszakában Japánban csak nagyon kevés vállalat ment csődbe, köszönhetően a főbanki hitelezési gyakorlatnak és felügyeletnek, és ebből következően – ha a szükség úgy hozta – a főbank által időben végrehajtott mentőakcióknak. A főbank körül kialakult stabil részvénytulajdonlással megerősített nagyvállalati csoportok (a *keirecuk*) szinte teljes mértékben blokkolták a külső CG-mechanismusok működését. Baráti vállalatfúziók létrejöhettek, ellenséges vállalatfelvásárlásra azonban nem kerülhetett sor, és így nem működhetett a vállalatvezetői piac (market for corporate control) sem.

A részvényesiérdek-elsőbbesség versus stakeholder-orientáció a vállalatirányítási rendszerek megkülönböztetésének egyik legfontosabb szempontja. A japán vállalatirányítás (a németországgal együtt) a stakeholder-modell leggyakrabban hivatkozott példája még ma is. A klasszikus japán stakeholder-modellben a részvényesek érdekeinek prioritásként való

kezelése még csak fel sem merült. A társaságok menedzsmentje az érintettek közül az alkalmazottakat tekintette a legfontosabb stakeholdernek. A beosztott dolgozók csoportján belül volt egy központi mag, melynek tagjai az élethosszig tartó foglalkoztatás előnyeit élvezhették és közülük többen számára a vállalaton belüli, akár az igazgatósági pozícióig vezethető karrierépítés lehetősége is nyitott volt. A vállalaton belüli jövedelemkülönbségek is jóval kisebbek voltak, mint a többi fejlett országban. Mindezekért cserébe a felső vezetés számíthatott a munkaerő aktív hűségére, a vállalat érdekében tett erőfeszítésekre, az individuális érdekek közösségi értékeknek való alárendelésére. A korábbiakban említett „türelmes tőkével” párosuló vállalaton belüli, a menedzsment és a munkavállalók közötti harmóniát hosszú időn keresztül a japán gazdaság versenyképességét erősítő tényezőként tartották számon.

Fontos további jellemzője volt még a japán vállalatirányítási rendszernek, hogy az kevésbé jogi előírásokon és azok betartásának kikényszerítésén, mint inkább az informális játékszabályokon, az elvárt és követett magatartásmintákon és a kölcsönös bizalmon alapult.

Leépülés és átalakulás

Az 1980-es évek végére Japán maga mögött hagyta a növekedés és szerkezetváltás felzárkózási szakaszát, ugyanakkor a korábbi gyors növekedési periódust jól szolgáló intézményrendszer egymást jól kiegészítő, magas fokon komplementer részei – köztük a vállalatirányítási gyakorlat – csak mérsékelten változtak.

Az 1990-es évek elhúzódó válsága és az ugyanebben az évtizedben zajló globalizációs és információs-technológiai forradalom együttes hatása azonban a klasszikus japán modell dezintegrálódásához vezetett. A japán vállalatirányítás átalakulása jól példázza ezt a transzformációt.

A CG-mechanizmusok tartópillérei közül a főbankrendszer és a keirecu-kapcsolatok voltak azok, amelyekre az 1990-es évek pénzügyi válsága a legnagyobb csapást mérte. Az 1986–1991-es túlberuházásokon, majd a szédítő gyorsaságú részvény- és ingatlanár-emelkedésen alapuló buborékgazdaság kimúlásának egyik legsúlyosabb következménye az volt, hogy a bankok portfóliójában dollár száze milliárdokban mérhető összegben halmozódtak fel a nem teljesítő és kétes kinnlevőségek. A bankok helyzetét tovább rontotta, hogy a kölcsönök biztosítékául szolgáló ingatlanok piaci értéke a töredékére zsugorodott. Miután a keirecukon belüli tulajdonosi hálózatok miatt a japán bankok eszközeinek jelentős része vállalati részvény volt, a tőzsdei papírok értékvesztése is rontotta a bankok tőkemegfelelési mutatóit. A portfólióátrendezés kényszere és a szigorodó pénzügyi felügyelet arra ösztönözték a

nagybankokat, hogy a hosszú ideje bebetonozott vállalati tulajdoni részüket eladják. Ugyanakkor az eladósodott partnervállalatok is egyre kevésbé engedhették meg maguknak a folyamatosan csökkenő értékű banki papírok tartását. Így tehát az 1990-es évek második felétől a bankok és klienseik is rákényszerültek arra, hogy megszabaduljanak egymás részvényeitől. A válság előtt a tokiói tőzsdén még a társaságok részvényeinek 45 százalékát sorolták a stabil részvénytulajdonlási kategóriába (ennek egy részhalmaza a részvénykereszttulajdonlás volt), a 2000-es évek elejére ez az arány viszont már 25 százalékra csökkent (a részvények kereszttulajdonlása pedig 7 százalékra) (NLI, 2004). Napjainkban ennek a tulajdonosi összekapcsolódásnak a jelentősége már elenyésző. (Megjegyezzük, hogy a stabil részvénytartás továbbra is része a japán üzleti életnek, de a 2000-es évektől már új cél, az ellenséges felvásárlások kivédését szolgáló stratégia szolgálatában áll.) A menedzsment számára a klasszikus modellben nagyfokú biztonságot jelentő stabil (és szinte kizárólag hazai befektetőkből álló) tulajdonosi szerkezet tehát fenntarthatatlanná vált.

A kormányzat részéről a bankkrízisből való kilábalás egyik eszköze a közpénzekből való feltőkésítés, a másik pedig a banki egyesülések szorgalmazása volt. A fúzióra lépő bankok pedig átlépték a korábbi, vállalatcsoportok közötti informálisan, de markánsan kijelölt határokat. Néhány évvel korábban még elképzelhetetlen lett volna, hogy az egymással versenyben álló keirecuk bankjai egyesüljenek. A válság előtti 21 nagy kereskedelmi bankból egy ment csődbe, többségük viszont közvetlen fúzióval vagy holdingtagként a négy nagy bankcsoport egyikéhez csatlakozott. (Példaként említjük az elsők között egyesült Sumitomo és Sakura bankot. Az előbbi pénzügyet a Sumitomo-, az utóbbi pedig a Mitsui-keirecu tagja volt.)

Nyilvánvaló, hogy az új felállásban a bankok már aligha tudtak megfelelni a korábbi CG-modell szerinti főbanki szerepüknek, legyen szó akár a hatékony ellenőrzésről vagy az esetenként rosszul teljesítő vállalatokkal szembeni engedékenységről és támogatásról. Az egymásrautaltság a finanszírozás szempontjából is sokat gyengült: a bankhitelek aránya a nagyvállalatok külső finanszírozásában már az 1980-as évektől kezdve csökkent, és ez a tendencia csak erősödött a bankválság alatt. (Azt azonban nyomatékosítani szeretnénk, hogy a leírtak csak a tőzsdei nagy társaságokra vonatkoznak. A kis- és középvállalatok, továbbá a gyengén teljesítő és/vagy nem tőzsdeképes cégek számára a banki finanszírozás és a bankokhoz való szoros kapcsolódás mind a mai napig fennmaradt.) A bankoktól való pénzügyi függés csökkenése tehát átrendezte a japán nagyvállalatok finanszírozási

szerkezetét. A 2000-es évek fordulójától a belső források aránya a finanszírozásban látványosan megemelkedett, a külső források közül pedig a tőkepiacok részesedése nőtt.

A rossz gazdasági helyzet, a finanszírozási források átrendeződése, továbbá a kormányzat deregulációs és liberalizációs reformjai olyan gazdasági-intézményi környezetet teremtettek, amelyben a vállalatok túlélése az ésszerű reorganizációtól és a hatékonysági mutatók javulásától függött. A vállalati stratégia átváltott a korábbi időszakok expanziós mutatóiról, azaz a vállalati méretnövelésről vagy nagyobb piaci részesedés eléréséről a befektetett tőke különböző megtérülési mutatóinak előtérbe helyezésére. *Schaede* [2006] írásában meggyőzően fejti ki, hogy a japán vállalatok méretnövelésre való hajlama nem a japán üzleti kultúrával, hanem a felzárkózó (catching-up) gazdaságfejlesztési stratégiát szolgáló korábbi ösztönzési rendszerrel volt összefüggésben. A japán gazdaság az 1990-es évek végén jutott el ahhoz a stratégiai inflexiós ponthoz, ahonnan már más ösztönzők hatása vált erősebbé. A méret és a piaci részesedés növelésére való ösztönzés helyébe a fókuszált stratégia és a hatékonyság növelése lépett.

A piaci racionalitás erősödésével a keirecu-kapcsolatok is új megvilágításba kerültek. A részvény-kereszttulajdonlás előnyeinek átértékelésére ösztönzött az 1999-től életbe léptetett új számviteli rendszer is. Sokkal átláthatóbbá váltak a baráti részvények tartásának költségei és kockázatai. Ennek következménye pedig az lett, hogy a korábban stabilan hosszú távra tartott részvények egy jelentős részét piacra dobták, és a befolyt összegeket a vállalatok adósságaik rendezésére és/vagy jövedelmezőbb befektetésekre fordították. A részvényeladások eredményeképpen különösen a horizontális keirecukon belül csökkent a kohézió.

A főbankrendszer felbomlásából és a részvény-kereszttulajdonlás csökkenéséből logikusan következett, hogy a japán társaságok tulajdonosi szerkezete alaposan megváltozott. Az új tulajdonosok döntően két csoportból kerültek ki: a japán és a külföldi intézményi befektetők köréből. A CG-re gyakorolt hatás szempontjából mindenekelőtt ez utóbbiakkal célszerű behatóbban foglalkozni.

Külföldi befektetők

Az előzőekben vázoltuk, hogy az 1991-től kibontakozó pénzügyi válság hatására miképpen bomlott fel a klasszikus japán CG-modell. A főbank- és a keirecu-kapcsolatok leépülésének egyik fontos következménye volt, hogy (a tőzsdei buborék kipukkadása után vonzóan alacsony áron) sok nagyvállalati részvény talált új vevőre. Az új befektetők között nagy számban jelentek meg külföldiek – mindenekelőtt alapok az USA-ból és az Egyesült Királyságból –, és ez a fajta nyitás újdonságnak számított a tokiói értéktőzsdén. A tőzsdék

nemzetköziesedése amúgy ebben az időben világszerte tapasztalható jelenség volt, okát pedig a pénzügyi liberalizációban és az intézményi befektetőknel (elsősorban a nyugdíjalapoknál) elhelyezett megtakarítások emelkedésében, e befektetők megnövekedett kockázatvállalási hajlandóságában és diverzifikációra való törekvésében találjuk.

A tokiói tőzsde (TSE) adatai (Tokyo Stock Exchange, 2012) szerint a japán nyílt részvénytársaságokban a külföldi tulajdonosok részaránya az 1992-es 6 százalékról 2011-re 26,7 százalékra emelkedett. A japán tőzsdén újonnan megjelent külföldi tulajdonosok legnagyobb részt intézményi befektetők voltak. Ezek a befektetők általában a nagy kapitalizációjú blue chip vállalatokat preferálták. Szektorális bontásban vizsgálva látható, hogy a külföldi befektetőket elsősorban a gyógyszeripar, a biztosítás, az elektronika, a nem banki pénzügyi szolgáltatások és az ingatlanbiznisz vonzotta. Ezekben az ágazatokban a külföldi részarány mára 31-35 százalék körüli szinten stabilizálódott. 2010-ben a TSE első szekciójában³ 11 olyan társaság volt (a legismertebb nevek közül az Orex, a Hoya, a Canon és a Sony), amelyek tulajdonosi összetételében 50 százalék fölé emelkedett a külföldi részarány. 34 volt azon vállalatok száma, amelyekben a külföldi befektetői hányad meghaladta az egyharmadot (ekkor a részarány szükséges ahhoz, hogy az igazgatótanácsi döntések vétőzhatóak legyenek). Az összes tőzsdei vállalat több mint felében viszont csak 5 százalék alatti részesedést mondhattak magukénak a nem japán befektetők.

A japán és a külföldi részvénytulajdonosok közötti első szembeötlő különbség az, hogy ez utóbbiak gyakoribb szereplői a tőzsdei tranzakcióknak. A külföldi befektetők hatása tehát a forgalomra és így az árak alakulására is jóval nagyobb, mint amennyit részarányuk alapján gondolnánk. A likviditás- és forgalomnövelés szempontjából tehát a külföldiek megjelenése jót tett a japán tőzsdének. A másik, legalább ennyire fontos hatás az volt, hogy a külföldi tulajdonosok kulcsszerepet játszottak a japán üzleti kultúra és vállalatirányítási hagyományok átalakulásában.

A többségben lévő angolszász (az ehhez tartozó erős CG háttérű országokból érkező) intézményi befektetők⁴ a részvényesi érdekek primátusára alapuló CG elveit igyekeztek átültetni a gyakorlatba. Ennek hatását több empirikus kutatás is vizsgálta. *Ahmadjian–Robbins* [2005], *Ahmadjian* [2005], *Vogel* [2006] szoros összefüggést mutattak ki a külföldi tulajdonosok

³ A tokiói tőzsde első szekciójába a nagyvállalatok tartoznak, amelyek száma 2010-ben 1675 volt.

⁴ Az intézményi befektetők az 1980-as évektől az USA-ból startolva váltak a pénzpiacok meghatározó szereplőivé. Az amerikai intézményi befektetők a részvényesiérték-modell hazai elterjesztésével, majd exportjával világszerte forradalmasították a CG-ideát (*Jacoby*, 2007).

jelenléte és aktivitása, valamint a corporate governance jellemzők változása között. Azoknál a társaságoknál, amelyeknél a külföldi részvényesek súlya elég jelentős volt ahhoz, hogy befolyásolni tudják a vállalati stratégiát és szervezetet, a cégek bizonyítottan átláthatóbbakká váltak és viszonylag gyorsan sor került a belső döntési mechanizmusok átalakítására. A külföldi befektetők azt akarták elérni, hogy a társaságoknál az operatív irányítási és igazgatósági funkciók a korábbi összemosódás helyett világosabban különüljenek el, továbbá azt is, hogy külső, független személyek is legyenek az igazgatótanács tagjai között. A külföldi tulajdonosok nyomásgyakorlása sikeres volt abban a tekintetben, hogy a klasszikus japán CG-modellben elhanyagolt tőke megtérülési mutatók⁵ a vállalati teljesítmény mérésének legfontosabb indikátorai közé lépjenek elő. *Ahmadjian* [2005] számításai erős és pozitív korrelációt mutatnak a nagyobb külföldi tulajdonosi hányad és a profit- és hatékonyságnövelő vállalati alkalmazkodás között. Minél nagyobb volt a külföldi részvényesek beleszólási lehetősége a vállalati stratégiába, annál nagyobb valószínűséggel kerülhetett sor átstrukturálásra, annak legkényesebb velejárójával, a létszámleépítéssel együtt.

Az 1990-es évek második felétől tehát a tokiói tőzsdén egyszerre voltak jelen a türelmes japán tőke képviselői és a hozammaximalizálásra törekvő külföldi részvényesi csoportok. Az előbbieket nehezen tudták változtatni a kölcsönös előnyöket biztosító szövevényes kapcsolati beágyazottságukon és stakeholder-szemléletükön. Bár a külföldiek csoportjában is találhatóak stratégiai befektetők, a nem japán részvényesek döntő többsége a befektetett tőkéje utáni hozamot akarja maximalizálni, kevés tekintettel más szempontokra. A profitmaximalizálás teljesítését, a nagyobb osztalékok fizetését és a beszámoltathatóságot várják el a menedzsmenttől, és elvárásaiknak hangot is adnak a részvénytársasági közgyűléseken és egyéb fórumokon. A „tiltakozó hangadás” mellett a „kilépés” vagy legalábbis annak bármikori lehetősége hatásos eszköznek bizonyult a menedzsment fegyelmezésére és ösztönzésére. Nyomon követhető, hogy a külföldi befektetők általában könnyebben válnak meg gyengébben teljesítő részvényeiktől, mint a japán részvénytulajdonosok.

Nagy visszhangot kapott a nemzetközi sajtóban az, hogy néhány aktivista részvényes – így mindenekelőtt a CalPERS, az Egyesült Államok egyik legnagyobb nyugdíjalapja – erős nyomásgyakorlással próbálta elérni a jobb CG-gyakorlatra való áttérést azoknál a japán

⁵ Az 1960–1980-as évek sikeres iparpolitikájáról és az ahhoz kapcsolódó, a mainstream kapitalizmus logikájától eltérő ösztönzési rendszerről kiváló összefoglaló olvasható *Schaede* [2008] könyvének 3. fejezetében.

társaságoknál, amelyekben befektetési érdekeltsége volt (*Crangle, 1998, Jacoby, 2007*). Ezzel párhuzamosan a japán gazdaság irányítói és több nagyvállalat is felismerte: ahhoz, hogy vonzókká váljanak és maradjanak a külföldi befektetők számára, igazodniuk kellett a corporate governance nemzetközi sztenderdjeihez.

Jogi reformok

A japán vállalatirányítás modernizálásához, a globális sztenderdekhez való közelítéséhez első lépésben a jogi környezet átalakítására volt szükség. A japán CG-rendszert hagyományosan a Kereskedelmi Kódexbe foglalt társasági jog szabályozta. Az 1990-es évek közepétől kezdődően a 2005-ös új vállalati törvény elfogadásáig a japán részvénytársaságok működésének jogszabályai nagyobb mértékben változtak meg, mint az 1950-es évek óta bármikor. *Schaede* [2006] a szabályozási filozófia fordulataként jellemzi az időszak törvényi változásait. Leírása szerint megtörtént az áttérés az ex ante előírásokról, a „minden tilos, ami nincs explicit módon megengedve” elvről a „minden szabad, ami explicit módon nincs tiltva” alapú szabályozásra. A gazdasági jog megreformálásának egészéről elmondható, hogy eltolódás következett be a kontinentális jogrendszertől az angolszász jogrend irányába.

A gazdasági jog átalakításában *Shishido* [2004] – más szerzőkkel egyetértésben – 1997-et jelöli meg a fordulat éveként. Ettől kezdve váltak könnyebbé az átstrukturálások, egyszerűsödtek a vállalat-összevonás és -felvásárlás szabályai és korszerűbbé vált a csődtörvény is. Lehetőség nyílt részvényopciók alkalmazására, és több menetben a részvény-visszavásárlás deregulációjára is sor került.

A vállalatműködés jogi kereteinek átalakítására ugyan az igény alulról, az üzleti szektor és a nagyvállalatokat tömörítő érdekszervezetek oldaláról is megjelent, de a felülről, a felvilágosult kormányzati bürokrácia felől érkező kezdeményezés egyértelműbb és erősebb volt. *Ahmadjain–Song* [2005] alapos kutatómunkával tárta fel a Kereskedelmi Kódex megújításának menetét. A jogi reformcsomag kidolgozása természetesen az Igazságügyi Minisztérium hatáskörébe tartozott, de figyelemre méltó volt a Gazdasági Kereskedelmi és Ipari Minisztérium (METI – a korábbi nevén MITI, a gazdaságtörténetből jól ismert, a japán gazdasági csodában fontos szerepet játszó hivatal) aktivitása. A minisztérium az 1990-es évek megváltozott környezetében új legitimitást és küldetést keresett, amit meg is talált azokban a kezdeményezésekben, amelyek a globalizációhoz való alkalmazkodóképesség javítását tűzték ki célul. A METI 1998-as Fehér Könyvében (Ministry of Economy..., 1998) már olvasható az a megállapítás, hogy a japán CG eltér a fejlett nyugati országok gyakorlatától és hogy a japán nagyvállalatok számára ezúttal nincs más sikeres út, mint az alkalmazkodás a fejlett nyugati

országok – mindenekelőtt az Egyesült Államok – üzleti sztenderdjeihez. Ahhoz pedig, hogy a japán vállalatok javítani tudjanak gyengülő versenyképességi pozícióikon, meg kell teremteni számukra a rugalmas alkalmazkodás feltételeit, melynek fókuszában a dereguláció, a szervezeti formák nagyobb szabadsága és a hatékonyabb CG állt. Röviden összefoglalva: ezek a megfontolások vezérelték a METI-t, amikor a vállalatirányítást szabályozó törvények felülvizsgálatát kezdeményezte az Igazságügyi Minisztériumnál.

Mint említettük, a jogi reformokhoz – így például a részvény-visszavásárlás engedélyezéséhez – a nagyobb rugalmasságot és mozgásteret igénylő japán társaságok aktivitása is hozzájárult. A holdingvállalatok tilalmának feloldására⁶ pedig a legnagyobb nyomás a Nippon Keidanren, a Japán Gyáriparosok Szövetsége oldaláról érkezett. A reformokhoz kapcsolódó viták egy része a nyilvánosság színe előtt zajlott. Így az is kiderült, hogy a corporate governance reformokat ellenzők száma sem csekély, még a nemzetközi viszonylatban jól csengő nevű társaságok köreiből sem. A Canon és a Toyota elnökei például többször tettek olyan nyilatkozatokat, amelyekben a hagyományos japán üzleti modell értékeit hangsúlyozták, továbbá a szűkebben vett gazdasági eredményesség szempontjából is vitatták a külföldi minták másolásának célszerűségét. A reformok szükségességének felismerésére erősen hatott a külső elvárás. Az előzőekben már esett szó arról, hogy a piaci szereplők közül elsősorban a külföldi befektetők voltak érdekeltek a vállalatirányítási reformokban, és ennek elérésére a nyomásgyakorlás különböző eszközeit is használták. Az amerikai befektetők érdekeit képviselve például az USA kormányzati szinten is kezdeményezte azt, hogy a japán tőzsdei cégek változtassanak vállalatirányítási gyakorlatukon. Ennek egyik fóruma volt például a 2001-ben létrehozott US–Japan Economic Partnership for Growth, amelynek céljai között szerepelt az amerikai portfólióberuházások előtt álló akadályok lebontása (*Jacoby*, 2006). A szakértők úgy látták, hogy ennek érdekében a japán tőzsdei társaságoknak transzparenssebbnek kell lenniük, a részvényesiérték-szemlélet nagyobb elfogadottságára lenne szükség, és erősíteni kell a részvényesi jogokat, ideértve a kisebbségi részvényesek védelmét is.

Az CG-t érintő jogszabályoknak az 1990-es évek közepétől végrehajtott módosításait tanulmányozva megállapíthatjuk, hogy *Nakamura* [2011] joggal használta az

⁶ A második világháború után Japán a szövetséges erők (lényegében az USA) megszállása alá került. Az okkupáció egyik kinyilvánított célja a gazdaság „demokratizálása” volt, amelynek keretében a monopóliumellenes törvénykezés részeként tiltották a holdingszervezetek létrehozását. Az 1997-es törvénymódosítás ezt a fél évszázados tilalmat oldotta fel.

amerikanizálódás címkéjét összefoglaló jellemzőként. A korszellemnek megfelelően, a világ számos más országában tapasztalhatóhoz hasonlóan, az USA corporate governance szabályait tekintették a CG globálisan legjobb gyakorlatának, nemzetközi benchmarkjának.

Japánban tehát a társasági törvény paragrafusainak átírása során hűen követték az amerikai mintát.

A jogi transzplantáció nem volt új jelenség: Japán történelmében ez a múltban is többször előfordult. Amikor a XIX. század végén kezdetét vette a modern kapitalizmus intézményi rendszerének kiépítése, a német jogrendszer szolgált követendő példaként. Ekkor importálták a részvénytársasági formát, majd 1898-ban bevezették a német mintára összeállított vállalati törvényt. A második világháború után (különösen az 1952-ig tartó megszállás évei alatt) a gazdasági törvénykezésben viszont egyértelműen az amerikai jogszabályok váltak irányadóvá. A CG legújabb kori amerikanizálódása azonban csak formailag és nem funkcionálisan valósult meg. Abból ugyanis, hogy az új szabályokat törvénybe foglalták, még nem következett, hogy a gyakorlat követte volna a törvény betűjét és szellemét. *Pejovic* [2009, 7. o.] rávilágít a lényegre, amikor azt írja, hogy „...a vállalatirányítást szabályozó jogi formulák felszíne mögött húzódik meg a corporate governance valóságos világa, amelyet jogi és jogon kívüli normák egyaránt szabályoznak. A jogon kívüli normák a Japán kultúrában gyökereznek és sok szempontból jóval fontosabbak, mint a törvény betűi által előírt normák.” Alapos elemzéssel hasonló következtetésre jut *Buchanan et al.* [2011].

Ismerve a japán vállalatok társadalmi beágyazottságát, könnyen belátható, hogy illúzió lett volna azt gondolni, hogy a stakeholder-modellről a részvényesiérték-modellre való áttérés jogszabályi diktátummal megoldható lehetett volna. Az új modellhez csak hosszabb intézményi evolúció vezethet (és az sem szükségszerűen). Az viszont, hogy a jogon kívüli normák gyakran erősebben hatnak, mint az érvényes jogszabályok, nem jelenti azt, hogy ez utóbbiak hatástalanok maradnának – ahogy erre a japán CG átalakulása is példaként szolgál. A jogszabályok és az informális normák egymással dinamikus kölcsönhatásban vannak és mind a mai napig együttesen formálják a japán vállalatvezetői magatartást.

A japán vállalatok különbözőképpen viszonyultak a reformokhoz (a skála az elutasítástól az aktív nyitottságig terjedt), továbbá szelektív módon, különböző kombinációkban alkalmazták az új jogszabályokba foglalt vállalatirányítási megoldások egyes elemeit (*Miyajima, 2007*). Az így megnövekedett diverzitást a hibrid vállalatirányítási megoldásokról szóló részben példákön keresztül mutatjuk be. Előtte a 2002-es vállalati törvény legjelentősebb újításával, a

nyílt részvénytársaságok igazgatósági formái közötti választási lehetőséggel és annak gyakorlati megvalósításával foglalkozunk.

A vállalati igazgatótanácsok

A corporate governance egyik leggyakrabban elemzett kérdése a részvénytársaságok vezető testülete, azaz az igazgatótanács (board of directors, a továbbiakban board) és a vállalat operatív vezetése közötti viszony és ehhez kapcsolódóan az előbbi összetétele, kiválasztásának módja és tényleges befolyásának súlya.

A vállalatirányítás mainstream elmélete szerint az igazgatóság a vállalat részvényeseinek érdekeit hivatott képviselni (*Williamson, 1985*). Az ügynök-megbízó és az aszimmetrikus információ elméletéből tudjuk, hogy a tulajdonosok és a menedzsment érdekei közé csak a legritkább esetben tehetünk egyenlőségjelet. Ezért van szükség arra, hogy az igazgatóság a stratégiai kérdésekben való állásfoglalás mellett folyamatosan tájékozódjon az ügyvezetés tevékenységéről, szükség esetén pedig az összes részvényes érdekeit szem előtt tartva lépjen fel a menedzsmenttel szemben. Ahhoz azonban, hogy a monitoring- és fegyelmező funkciókat az igazgatóság hatékonyan tudja gyakorolni, arra van szükség, hogy az igazgatótanács tagjai legalább részben ne a vállalat alkalmazottai közül kerüljenek ki, azaz külsősök és valóban függetlenek legyenek. Az angolszász vállalatvezetési gyakorlatban az igazgatói függetlenség már széles körben elfogadott norma, sőt betartását a törvény is előírja.⁷

Japánban a hagyományos, még a reformok előtti modellben az igazgatótanács szerepét a mainstream ideákhoz (és az ahhoz leginkább közelítő amerikai gyakorlathoz) képest igen eltérő szellemben fogták fel. Az a tétel, ami a nyugati közgazdasági irodalomban már évtizedek óta általánosan elfogadottá vált – nevezetesen az, hogy az igazgatóság és a menedzsment viszonya tipikusan megbízó-ügynök problémaként kezelendő – a japán megközelítésben még csak implicit módon sem merült fel. Az 1990-es évek előtti japán

⁷ Egy rövid kitérő erejéig azonban el kell mondanunk, hogy ez a követelmény történeti léptékkal mérve viszonylag új keletű. Az igazgatóságok függetlenségének kívánalma még az angolszász országokban is csupán az utóbbi 2-3 évtizedben erősödött meg. Az 1970-es évek előtt az igazgatótanácsokban elsöprő többségben voltak a vállalatnál alkalmazásban lévők, az insiderek, továbbá a felső vezetés ellenőrzési és operatív funkciói sem különültek el világosan. A menedzserkapitalizmust felváltó befektetői kapitalizmus azonban ebben is változást hozott: az 1990-es években már egy átlagos amerikai nyílt részvénytársaság igazgatóságának 10-15 tagjának a kétharmada külső, független igazgató volt.

szakirodalomban nem valószínű, hogy találánk utalást a részvényesi érdek primátusára és ezen érdek érvényesítésének esetleges konfliktusaira. Japánban konszenzus uralkodott abban a tekintetben, hogy a vállalat vezető testületeinek közös feladata a különböző stakeholderek érdekeinek harmonizációja.

Az 1997-es társasági törvény ugyan általánosságban kimondta azt, hogy az igazgatóság feladata a vállalat stratégiai irányítása és a vállalat operatív menedzsmentjének az ellenőrzése – a gyakorlat azonban ezeket az elveket nem követte. A japán vállalatok igazgatóságában a döntéshozatali, végrehajtási és monitoring funkciókat nem tartották szükségesnek szétválasztani. Elképzelhetetlen lett volna, hogy az operatív menedzsment tagjai ne töltsenek be igazgatótanácsi posztokat. *Lincoln–Gerlach–Takahashi* [1992, 566. o.] tömören úgy jellemezte a helyzetet, hogy a „...vállalat igazgatóságának tagjait a közgyűlésen választják, de ez csupán formalitás. Az igazgatóság és a menedzsment egy és ugyanaz.”

A belső monitoring funkciót a japán vállalatoknál hagyományosan az ügyvezetés által (jogsabályi kötelezettség alapján) kinevezett könyvvizsgáló bizottság látta el. Ezeknek a belső auditoroknak a feladata azonban nem ment túl a törvényesség betartásának ellenőrzésén. A japán nyílt részvénytársaságok hagyományosan igen nagyra nőtt igazgatóságok alatt dolgoztak: a leggyakoribb a 30-40 fős igazgatóság volt, de az igazgatósági tagok létszáma elérhette akár az 50 főt is. Az igazgatótanács tagjai – kevés kivétellel – a vállalat belső embereiből (tipikusan a divíziók igazgatóiból) kerültek ki. Szorosan kapcsolódva az élethosszig tartó foglalkoztatás intézményéhez, a vállalat igazgatóságában a legtöbbször olyan személyek foglaltak helyet, akik a vállalat alkalmazottjaiként kezdték karrierjüket. A japán gazdaság aranykorában reális lehetőség volt arra, hogy a dolgozók a hierarchia alacsonyabb szintjéről indulva olyan karrierpályán haladjanak előre, amelynek csúcsa a vállalati igazgatósági tagság. Ez egyben magyarázat arra is, hogy miért voltak nagy létszámúak (sőt, gyakran még ma is azok) a japán igazgatóságok (boardok). A klasszikus modell sémája szerint kiválasztott igazgatósági tagok érhető módon sokkal szorosabban kötődtek az évtizedeken keresztül együtt végzett munkában megismert kollégáikhoz és feletteseikhez, mint a vállalat tulajdonosaihoz. Japánban alapvető kulturális érték a lojalitás a vállalati kollektívához. Az igazgatósági tagok tehát sokkal inkább a vállalat alkalmazottainak a képviselői voltak, mintsem éber őrei annak, hogy az ügyvezetés a piaci hatékonyságot és a részvényesek érdekeit szem előtt tartva tevékenykedjen. Egy felmérés (*Ahmadjian*, 2001) szerint 1990-ben a vállalatok mindössze 19 százalékánál volt a céghez kívülről jött igazgató. Ráadásul ezeknek a külsős igazgatóknak a valódi függetlensége erősen megkérdőjelezhető

volt. A függetlennek nevezett igazgatók általában az adott vállalattal korábban kapcsolatban lévő nyugalmazott hivatalnokok, bank- és partnervállalati vezetők voltak. Összefoglalva elmondható tehát, hogy a klasszikus japán vállalatirányítási rendszer tökéletes insider-modell volt. A board szerepe a részvényesek érdekeinek képviselése szempontjából formális volt. A gyakorlatban az igazgatóság tagjai az operatív menedzsment szinte valamennyi döntését támogatták.

Az előző részben láttuk, hogy a Kereskedelmi Kódex 2002-es módosítása új fejezetet nyitott a japán vállalatirányítás szabályozásában. A reformok közül a legjelentősebb a nyílt részvénytársaságok igazgatóságára vonatkozó szabályok változása volt. A módosított törvény felkínálta a választás lehetőségét a tőzsdei cégek számára: áttérhettek az angolszász típusú egyszintű társaságirányítási gyakorlatra vagy maradhattak a korábbi CG-modell mellett. A független igazgatók arányának növelését viszont a törvény mindkét igazgatósági variációban előírta. A későbbi fejlemények szempontjából hangsúlyoznunk kell, hogy a törvény nem tette kötelezővé az angolszász modellre való áttérést, hanem csak igény szerint választhatóvá.

Az igazgatóság az angolszász modellben három bizottság – a jelölési, az audit és a javadalmazási bizottság – munkájára támaszkodik. Az „igazgatóság bizottságokkal” formációhoz tartozó fontos követelmény volt, hogy az egyes bizottságokon belül többségben legyenek a külső, a független tagok. Az ellenőrző/felügyeleti és a végrehajtási funkciók világos elkülönítésétől, továbbá a független, nem ügyvezető tagok kötelező bevonásától az igazgatóságba a részvényesi érdek előtérbe kerülését, nagyobb transzparenciát és mindezek következtében a befektetők részéről a vállalat jobb megítélését várták.

A következő adatok azt mutatják, hogy a japán részvénytársaságok mennyire éltek a törvény adta lehetőséggel, azaz mennyire vált körükben népszerűvé az angolszász gyakorlatot követő boardszerkezet. Az új jogszabályok életbe lépését követő évben mindössze 40 (más forrás szerint 55) tőzsdei vállalat alakította át igazgatósági rendszerét angolszász mintára. 2008-ra ez a szám 112-re emelkedett. Voltak olyan vállalatok is, amelyek először ugyan éltek a választás törvény adta lehetőségével, később azonban visszatértek a korábbi corporate governance gyakorlatukhoz. A tokiói értéktőzsde adatai (Tokyo Stock Exchange, 2012) szerint az igazgatótanácsok típusa szerint az első szekcióhoz tartozó 1675 vállalat a következőképpen oszlott meg:

– hagyományos irányítású auditbizottsággal működő vállalatok száma, külső igazgatók nélkül (816 darab, 48,7 százalék),

- hagyományos irányítású auditbizottsággal működő vállalatok száma külső igazgatókkal (817 darab, 48,8 százalék),
- egyszintű igazgatótanáccsal és bizottságokkal működő vállalatok száma (42 darab, 2,5 százalék).

A külső és a szigorúbb kritériumok szerint valóban független igazgatók alkalmazása⁸ nem vált a japán vállalatirányítási gyakorlat szerves részévé, továbbá – ahogy az előbbi megoszlásból is látható – az amerikai típusú igazgatósági testület lemásolása csak igen szűk körben történt meg. Ez utóbbira, azaz az „igazgatóság bizottságokkal” szervezetre tipikusan azok a multinacionális vállalatok tértek át, amelyek részvényeit a tokióiin kívül más tőzsdéken is forgalmazzák és/vagy a tulajdonosi szerkezeten belül az átlagosnál lényegesen magasabb a külföldi arány. Ebbe a csoportba tartozik a jól ismert társaságok közül a Sony, a Toshiba, a Hitachi és a Mitsubishi Electric. A részvényesi érdek érvényesítését leginkább elősegítő amerikai típusú boardmodellel szembeni ellenállás legkézenfekvőbb magyarázata, hogy annak bevezetésével komoly csorba esne a vállalati menedzsment autonómiáján (azaz a pozícióban lévő operatív vezetők szempontjából a modellváltás költsége nagyon magas lenne). A menedzseri hatalom folytonosságának szempontjából különösen fontos kérdés a felső vezetők kiválasztásának módja (*Ahmadjian, 2012*). A japán vállalatok többségénél még ma is íratlan szabály, hogy az igazgatósági tagságról az elnök-vezérigazgató dönt (még akkor is, ha a kinevezési procedúrában formálisan csupán egy szavazat illeti meg). A klasszikus modell személyi kapcsolatoknak kiemelt fontosságot tulajdonító, nagyfokú belső stabilitást biztosító eleme tartós örökségnek bizonyult. Ha a vállalatvezetők kiválasztása egy valóban független tagokból álló jelölési bizottság hatáskörébe kerülne át, akkor a bennfentes vállalati kultúra egyik pillére omlana össze.

A hibridek

A jogi reformokról írva már utaltunk arra, hogy az új társasági törvény lehetőséget adott a vállalatok számára a választásra a különböző CG-formák között, így a japán vállalatirányítási paletta a korábbi egyszínűség helyett a 2000-es évektől egyre változatosabbá vált. A klasszikus modellhez képest sok japán cégnél alaposan megváltozott a corporate governance

⁸ 2011-ben a külső igazgatók aránya a tokiói tőzsde első szekciójába sorolt vállalatok igazgatóságában 9,6 százalék volt. Ugyanez az arány az USA-ban 70 százalék, az Egyesült Királyságban pedig 50 százalék felett volt. *Forrás:* <http://www.rieti.go.jp/en/papers/contribution/miyajima/03.html>

gyakorlat. Ugyanakkor a változás nem az angolszász modell másolását jelentette, azaz – sem funkcionálisan, sem formálisan – nem következett be az egy évtizeddel korábban többek által előrejelzett konvergencia. A reformok és a piaci nyomás együttes hatására a japán vállalatok különböző kombinációkban alkalmazták a régi és az új CG-elemeket, aminek következtében a hibrid vállalatirányítási megoldásoknak számos variációja keletkezett. A hibridekben a hagyományos japán modell számos eleme keveredett az angolszász CG-hez tartozó összetevőkkel. A különböző típusú hibridek mellett azonban nem kis számban maradtak olyan vállalatok is, amelyek ellenálltak a reformoknak és megőrizték a klasszikus modell alapvető vonásait.

A hibridek tulajdonságainak leírásához és osztályozásához ismertetjük a vállalatirányítás témakörében készült egyik empirikus vizsgálat eredményeit. A következőkben annak a kérdőíves felvételnek és a felmérés adataiból készített klaszteranalízisnek az eredményeit ismertetjük, amelyet *Hideaki Miyajima* vezetésével végzett el egy kutatócsoport 2003-ban a japán pénzügyminisztérium kutatóintézetében (Policy Research Institute, Ministry of Finance). A japán CG-hibridjeinek ismertetésében *Jackson* [2009] elemzésére és *Miyajima* [2012] írására támaszkodunk.

Az eredeti felmérést végző kutatócsoport a CG-vizsgálat alapjául szolgáló kérdőívet valamennyi, nem pénzügyi szektorhoz tartozó, a tokiói tőzsdén jegyzett nyílt részvénytársasághoz eljuttatta és ebből 723 vállalat (az összes cég 34 százaléka) értékelhető választ küldött vissza. A kérdőívek feldolgozása után a kutatók három nagy klaszterbe sorolták a japán vállalatokat. Az első csoportba a tradicionális üzleti kultúrát és szokásokat megőrző, az úgynevezett *J-típusú* vállalatok tartoznak. Ezek az összes mintában szereplő vállalatnak több mint a felét, a foglalkoztatottak száma alapján pedig 23 százalékát tették ki. A második és harmadik csoportba a reformok nyomán *hibrid vállalatirányítási megoldásokat* alkalmazó cégek kerültek. A hibridek 1-es típusú alcsoportjába (*H-1*) olyan vállalatokat soroltak, amelyeknél a pénzügyek piaci alapúvá váltak, viszont munkaügyeik a tradicionális modell legtöbb elemét megőrizték. Ez a csoport a 2000-es évek elején a vállalatok egynegyedét fedte le, a foglalkoztatási adatok alapján viszont kétharmadát. A hibridek 2-es típusú alcsoportjának (*H-2*) vállalatai az átalakulás másik útját követték: náluk a munkaügyek mozdultak el erőteljesebben a piaci viszonyok irányába, a vállalatfinanszírozást és az igazgatóság insider összetételét viszont alig érintették a reformok. Ebben a klaszterben a vállalatok egyötödét tartják nyilván, az ott dolgozók számának aránya szerint viszont ennek csupán 10 százaléka tartozik ide.

A *J-típusú* klaszterbe tartozó vállalatoknál három alcsoportot (*J-1*, *J-2*, *J-3*) különböztethetünk meg, amelyek közös jellemzője, hogy viszonylag kis méretűek, pénzügyeiket a bankfinanszírozás dominálja, köreikben a vállalati kereszttulajdonlás még mindig jelentős, valamint a külföldi és a pénzügyi befektetói arány a tulajdonosi szerkezeten belül alacsony.

A *J-vállalatok* távol tartották magukat a reformoktól, azaz a részvényesek vállalati ügyekben alig hallatják hangjukat, az igazgatótanácsokban elvétve találhatunk külső független igazgatókat és e vállalatok átláthatósága sem javult érezhetően. A csoporton belül a *J-1 típusú* vállalatoknál továbbra is az élethosszig tartó foglalkoztatás a norma, a bérezés pedig az életkorhoz és nem a teljesítményhez kötődik. Ezeknél a vállalatoknál csak ritkán találunk példát arra, hogy a menedzsment ösztönzésére részvényopciót alkalmaznának. Szektorok szerinti bontásban ezek a hagyományos modellt követő cégek főleg az építőiparban, az acéliparban, a vegyiparban és a textiliparban találhatók.

A *J-2 alcsoportba* a vállalatközi hálózatokon kívül eső és a banki finanszírozástól is kevésbé függő cégek tartoznak. A munkaügyeket ezek esetében is a paternalizmus jellemzi, még akkor is, ha a vállalati szakszervezeti tagság aránya a *J-1* cégekhez képest jóval alacsonyabb. E körbe főleg a szolgáltatási ágazatok cégei tartoznak.

A *J-3* alcsoportba sorolt vállalatok sok tekintetben hasonlítanak a *J-1* alcsoporthoz, viszont náluk már alkalmazzák az anyagi ösztönzést a menedzsment teljesítményének fokozására. A *J-3* típusú cégek tipikusan a kiskereskedelembe lelhetők fel, de e körhöz tartoznak a Toyota-csoporthoz kötődő kisebb vállalatok is.

A *hibrid klaszterek* osztályát két nagy csoportra és ezek közül az elsőt további két alcsoportra bontjuk. Az *1-es típusú hibridcsoportot* a legismertebb és legnagyobb múltú (a tőzsdén a leghosszabb ideje jegyzett) japán vállalatok alkotják. Ezeknél a társaságoknál a foglalkoztatottak átlagos száma jóval nagyobb a klaszterbe tartozó összes többinél. A high-tech vállalatoknak legalább a fele, az exportorientált cégeknek pedig közel 60 százaléka ebbe a hibrid csoportba sorolható. Az *H-1-es típusú hibridek első alcsoportjának (H-1-1)* legfontosabb megkülönböztető jegye a magas külföldi tulajdonhányad és az ezzel szorosan összefüggő nagyfokú transzparencia. A teljesítményen alapuló javadalmazási rendszer esetükben esszenciális összetevő (részvényopciókban a topmenedzsment mellett a középvezetők is részesülnek). A foglalkoztatás elveit illetően ugyanakkor ragaszkodnak a hagyományos értékekhez: a munkavállalók továbbra is a vállalat legfontosabb stakeholderei,

és az élethosszig tartó foglalkoztatás ígérletét a törzsdolgozókra vonatkozóan igyekeznek betartani. A *H-1-1 csoportba* tartozó társaságok között olyan közismert neveket találunk, mint a Toyota, a Canon vagy a Kao.

A *H-1 típusú hibridek második alcsoportja (H-1-2)* olyan, szintén nagynevű cégekből áll össze, mint a Hitachi, az NTT, a Do Co Mo, a Mitsubishi csoport, továbbá számos közüzemi vállalat. Ezeknél a cégeknél a *H-1-1* klaszterhez viszonyítva alacsonyabb a külföldi tulajdon aránya, viszont a finanszírozásban nagyobb szerephez jutnak a vállalati kötvények. A *H-1-2* csoportban a klasszikus japán modellnek nemcsak a foglalkoztatáshoz, hanem a bérezéshez kapcsolódó elemeit is megtartották.

A *H-2-es típusú hibrid csoportba (H-2)* tartozó cégek a tőzsdén való megjelenés időpontjának alapján fiatalnak mondhatók. Esetükben a CG külső összetevői a hagyományos japán vállalatokhoz hasonlítanak, azaz a bankfinanszírozás és a bankokhoz való kötődés, valamint a vállalati kereszttulajdonlás is jellemző. Ugyanakkor a *H-2* csoport vállalatainál a munkaügyek a többi csoporthoz képest feltűnően piaci alapúak, azaz már jelentős távolodást észlelünk az élethosszig tartó foglalkoztatás japán étoszától. A menedzsment ösztönzésére itt alkalmazzák a leggyakrabban a részvényopciókat. A *H-2* csoport tagjai elsősorban a hazai piacra orientálódnak, így nemcsak a *H-1*, hanem a *J*-csoport vállalataihoz képest is kisebb a részesedésük az exportban és a high-tech szegmensben is. Sok kiskereskedelmi cég, a kereskedőházak, továbbá az IT-szolgáltatók is idetartoznak.

Záró gondolatok

Másfél évtized reformfolyamat után a japán tőzsdei társaságok egyértelműen elmozdultak az alapvetően kapcsolatorientált működéstől a piaci alapú vállalatirányítási modell irányába. A részvénytulajdonosi szerkezet átrendeződött, a főbankrendszer felbomlott, a keirecukapcsolatok meglazultak és a tőzsdén jegyzett cégekről a korábbiakhoz képest sokkal több és pontosabb információhoz juthatnak az elemzők és a befektetők. Mindez azonban még nem jelenti azt, hogy a portfólióvállalatok piaci értéknövelésére fókuszáló (elsősorban külföldi) intézményi befektetők szempontjából ne lenne továbbra is számos gyenge pontja a japán vállalatirányításnak. A nemzetközi CG-minősítő intézetek által összeállított rangsorok rendre azt tükrözik, hogy több fontos vállalatirányítási jellemző alapján Japán jóval az OECD-országok átlaga alatt teljesít. 2011-ben a Governance Metrics International Ratings (GMI) 38 ország közül a 33 helyre sorolta Japánt (*The Economist*, 2011).

A japán CG reputációját tovább rontotta a szigetország eddigi legnagyobb vállalati botránya, az Olympus cég pénzügyi csalásainak lelepleződése 2011 őszén, mely esetre gyakran a japán Enron-ügyként hivatkoznak. Bukása előtt az Olympus nemzetközi hírnévnek örvendő, innovatív nagyvállalat volt. Ráadásul formailag a vállalat CG-gyakorlata is rendben megfelelt a tőzsdei előírásoknak. Arról viszont (véltetően) sem a vállalat tulajdonosai, sem pedig külső auditorai nem tudtak, hogy a cégnél legalább húsz éven keresztül rejtegették és manipulálták a korábbi értékpapír-vásárlásokból származó veszteségeket. Az 1,4 milliárd dollárra rúgó hiányt a vállalat egymást követő menedzserei pénzmosással, elszámolási trükkökkel és könyvelési csalásokkal leplezték. A történet 2011-ben vádemeléssel folytatódott, majd végül a társaság vétkes vezetői a rács mögé kerültek. A vállalat részvénytulajdonosai viszont az értékpapírszámlájukon tapasztalhatták a rossz, külső kontroll nélküli vállalatkormányzás következményeit: az Olympus tőzsdei értéke a skandalum hatására megfeleződött.

E konkrét eset említésének dolgozatunk szempontjából azért van jelentősége, mert az Olympus-botrány után a japán tőzsdei társaságok corporate governance problémái újra reflektorfénybe kerültek. A politika berkeiktől a nemzetközi sajtóig a legkülönbözőbb fórumokon vitatták azt a kérdést, hogy a történetek vajon egyedi eseteknek tekintendők-e, vagy pedig az Olympus példájából a CG-rendszer egészének anomáliáira lehet és kell következtetni. Ez utóbbi vélekedéshez csatlakozók malmára hajtotta a vizet néhány további, súlyos CG-visszásságokat felszínre hozó vállalatvezetési felelőtlenséggel kapcsolatos botrány. Ezek közül a legnagyobb publicitást a fukusimai tragédia kapcsán hírhedtté vált TEPCO-ügy⁹ és a Daio Paper Companynál¹⁰ történetek kapták.

Középtávra kitekintve, vajon milyen tendenciák valószínűsíthetőek a japán vállalatirányítás alakulásában? Miután a nagyvállalati érdekképviselők elég erősnek bizonyultak ahhoz, hogy blokkolják a kormányzatnak a tőzsdei társaságok szigorúbb CG-szabályozására vonatkozó szándékát, a vállalatirányítási formák további diverzitására lehet számítani. A 2008-as globális válságot követő években a hibrid CG-struktúrájú vállalatok általában jobban teljesítettek, mint a hagyományos modell mellett kitartó társaik (*Miyajima*, 2012), ezért

⁹ Lásd: <http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2011/05/27/did-management-problems-at-tepco-cause-japans-15b-radiation-leak/>

¹⁰ Lásd: http://travel.nytimes.com/2011/10/29/business/global/new-scandal-presses-corporate-japan.html?_r=0 ,
<http://www.yomiuri.co.jp/dy/editorial/T111123005449.htm>

várható, hogy a hibrid formák gyakorisága és változatossága tovább növekszik. Korábban a jobb CG-gyakorlatra való áttérést a japán vállalatoknál szinte kizárólag a külföldi befektetők szorgalmazták. Napjainkban azonban már több jel mutat arra, hogy a hazai intézményi befektetőknek is határozottabb elvárásai lesznek portfólióvállalataik CG-gyakorlatával szemben. A CG-rezsimek hatékonyságát javíthatja az is, hogy Japánban is színre léptek az úttörő, aktív tulajdonosi magatartást tanúsító nyugdíjalapok.¹¹ A korábban passzív és CG-ügyekben a véleménynyilvánítást kerülő hazai intézményi befektetők hozzáállása a jelen kedvezőtlen gazdasági környezete miatt változik. Az 1990-es évek előtti világban, a növekedési aranykorban még tolerálható volt, hogy Japánban a legtöbb fejlett országhoz képest alacsony volt a befektetett tőke megtérülése. Ma viszont a stagnáló gazdaság körülményei között, számolva az óriási mértékű államadósság és a fiskális egyensúlytalanság kockázataival, valamint a romló demográfiai feltételekkel, egyre nagyobb nyomás nehezedik a nyugdíjalapokra és a többi intézményi befektetőre is a jobb hozamok elérésének érdekében. Ezért tartjuk valószínűnek, hogy a vállalatirányítás néhány összetevőjének változását a piacorientált szemlélet határozza majd meg.

A részvényesi érték maximalizálásának filozófiája ugyanakkor a belátható jövőn belül nem fog gyökeret verni Japánban. A japán társadalom értékrendje ezt mint a vállalat működésének elsődleges célját továbbra is elutasítja. A nagyvállalati insiderek ellenállása is erős marad saját érdekeik és a status quo fenntartásának védelmében. Az általánosan elfogadott vélemény Japánban továbbra is az, hogy a sikeres vállalati működéshez olyan corporate governance megoldások tartoznak, amelyekben az operatív felsővezetés autonómiája biztosított, és a részvényesi szempontok a többi stakeholder (elsősorban a vállalat alkalmazottainak) érdekeivel harmonizálhatók.

Felhasznált irodalom

Ahmadjian, C. L. – Robbins, G. E. [2005]: A Clash of Capitalisms: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s. Japan American Sociological Review, Vol. 70., No. 3., 451–471. o.

¹¹ Az ilyen típusú, eddig még kisszámú nyugdíjalap közül mindenekelőtt a Japan's Pension Fund Association (PFA) vált ismertté. A PFA-nak a portfólióvállalatok CG minőségére ható tevékenységét *Aronson [2010]* elemzi.

Ahmadjian, C. L. – Song, J. [2005]: Coopting globalization. Globalization and the politics of corporate governance reform in South Korea and Japan. Paper presented at the Society of Socio-Economics annual meeting, Budapest.

Ahmadjian, C. L. [2001]: Changing Japanese corporate governance. WP 188, Center on Japanese Economy and Business, Graduate School of Business, Columbia University.

Ahmadjian, C. [2012]: Corporate Governance Convergence in Japan. In: *Rasheed, A. – Yoshikawa, T.* (eds.): *The Convergence of Corporate Governnace. Promise and Prospects.* Palgrave.

Aoki, M. – Jackson, G. – Miyajima, H (eds.) [2007]: *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity.* Oxford University Press.

Aronson, B. [2010]: A Japanese CalPERS or a New Model for Institutional Investor Activism? Japan's Pension Fund Association and the Emergence of Shareholder Activism in Japan. http://works.bepress.com/bruce_aronson/1

Aronson, B. [2011]: The Need to Reform Japanese Corporate Governance. JURIST – Forum. <http://jurist.org/forum/2011/11/bruce-aronson-corporate-governance.php>.

Bebenroth, R. – Li Donghao [2007]: Performance Impact at the Board Level: Corporate Governance in Japan. *Asian Business & Management*, Vol. 6., No. 2., 303–326. o.

Blair, M. M. [1995]: *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century.* Brookings Institute, Washington, DC.

Buchanan, J. – Chai, D. – Deakin, S. [2011]: Informal Institutions and the Limits to Convergence in Corporate Governance: The Reception of Hedge Fund Activism in Japan. AsLEA Conference, HKU.

Buchanan, J. – Deakin, S. [2007]: Japan's Paradoxical Response to the New „Global Standard” in Corporate Governance. Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper, No. 351.

Crangle, R. [1998]: Calpers goes to Japan. *Global Finance*, Vol. 12., No. 5., 21. o.

Fujita, T. [2004]: Modernizing Japanese Corporate Law: Ongoing Corporate Law Reform in Japan. *Singapore Academy of Law Journal*, Vol. 16., No. 2., 321–354. o.

Gospel, H. – Pendleton, A. (eds.) [2006]: *Corporate Governance And Labour Management: An International Comparison.* Oxford University Press.

Hall, P. – Soskice, D. (eds.) [2001]: *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage.* Oxford University Press.

Jackson, G. [2009]: The Japanese firm and its Diversity. *Economy and Society*, Vol. 38., No. 4., 606–629. o.

Jacoby, S. M. [2004]: *Corporate Organization in Japan and the United States: Is there evidence of Convergence?* University of California, Los Angeles.

Jacoby, S. M. [2006]: *Corporate Governance, Risk, and Inequality in Japan and the United States.* <http://ssrn.com/abstract=654702>

Jacoby, S. M. [2007]: Convergence by Design: The Case of CalPERS in Japan. *American Journal of Comparative Law*, Vol. 55., No. 2., 239–293. o.

Lincoln, J. – Gerlach, M. – Takahashi, P. [1992]: Keiretsu Networks in the Japanese Economy: a Dyad Analysis of Intercorporate Ties. *American Sociological Review*, Vol. 57., No. 10., 561–585. o.

Ministry of Economy... [1998]: White Paper. Ministry of Economy, Trade and Industry, Tokyo.

<http://warp.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/1364125/www.meti.go.jp/english/report/data/gWP1998e.html>

Miyajima, H. [2012]: Institutional Change and its Economic Consequence in Japan: the Bright and Dark Sides of Hybridization. RIETI Discussion Paper Series, 12-E-049.

Mizuno, M. [2010]: Institutional investors, corporate governance and firm performance in Japan. *Pacific Economic Review*, Vol 15., No. 5., 653–665. o.

Nakamura, M. [2011]: Adoption and policy implications of Japan's new corporate governance practices after the reform. *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 28., No. 1., 187–213. o.

NLI Research Institute [2004]: *Kabushiki mochiai jokyo chosa 2003-nendoban.* (Áttekintő tanulmány a részvény-keresztulajdonlásról, 2003) NLI Research Institute, Tokyo.

Pejovic, C. [2011]: Japanese Corporate Governance: Behind Legal Norms. *Penn State International Law Review*, Vol. 29., No. 3., 483–521. o.

Schaede, U. [2006]: *Competition for Corporate Control: Institutional Investors, Investment Funds and Hostile Takeovers in Japan*. WP. No. 248., Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.

Schaede, U. [2008]: *Choose and focus: Japanese business strategies for the 21st century*. Cornell University Press.

Shishido, Z. [2004]: *Changes in Japanese Corporate Law and Governance: Revisiting the Convergence Debate*. Law and Economics Workshop, Berkeley Program in Law and Economics, UC Berkeley.

The Economist [2011]: *Olympian Depths – What the Olympus Saga says about Corporate Governance in Japan*. *The Economist*, október 22.

The Economist [2007]: *JapAnglo-Saxon capitalism*. *The Economist*, január 12.

Tokyo Stock Exchange [2012]: Factbook
<http://www.tse.or.jp/english/market/data/factbook/b7gje60000003o32-att/b7gje6000000y9uq.pdf>

Vogel, S. K. [2006]: *Japan Remodeled: How Government and Industry are Reforming Japanese Capitalism*. Cornell University Press.

Williamson, O. E. [1985] *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. The Free Press, New York.

Yoshikawa, T – McGuire, J. [2007]: *Change and Continuity in Japanese Corporate Governance*. *Asian Pacific Journal of Management*, Vol. 25., No. 1., 5–24. o.

The evolution of Japanese corporate governance

ÉVA OZSVÁLD

The pressures to accommodate to the global standards of corporate governance (CG) for Japanese public companies had grown strong since the mid 1990s. A series of legal reforms has led to the formal imitation of the market-oriented Anglo-American model, which, however, was not accompanied by the functional convergence of the CG practices of the Japanese companies. Deeply rooted social norms, insider business culture and industry specific conditions had a strong effect on the course of CG reforms in Japan. A hybrid model of corporate governance has been emerging in which companies selectively combine the features of the traditional stakeholder-based approach with those of the shareholder-oriented system.