

BENTON E. GUP¹

Vállalatirányítás (corporate governance) bankok esetében: Számít-e az igazgatóság struktúrája?²

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 illetően³. 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 kérdéstről 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 OECD⁴ 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 FDIC⁵ 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 biztosítékaként 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.”⁶

A francia-német modell

A vállalatirányítás francia-német modellje a részvényesek és egyéb érdekeltek (résztulajdonosok, menedzsment), illetve az alkalmazottak érdekeit is magában foglalja.⁷ 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.⁸ 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.⁹ 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 pénzintézeteket. 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.¹⁰ 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.¹¹ 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.

¹⁰ CAPRIO, FIECHTER, LITAN és POMERLEANO [2004].

¹¹ 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 „paternalistaként” 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 banktisztviselők és bankigazgatók számára eljárási rendet szabnak meg, majd rendszeres vizsgálatokkal figyelemmel kísérik őket és teljesítményüket. Ezen felül a bankokat felügyelő szervezetek tekintélyes hivatalos és nem hivatalos jogérvényesítési hatáskörrel rendelkeznek; a vezetőket és igazgatókat ideiglenesen vagy tartósan akár el is távolíthatják a pénzügyi intézményektől, illetve a teljes bankszektorból.” Nemzetközi szinten ennél messzebbre is mehetnek. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság „Hatékony bankfelügyeleti alapelvei” [2006] kimondják, 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 érdekeltek érdekeinek védelme,
- a lakosság érdekeinek védelme a bankrendszerben,
- a banki/kormányzati szabályozás követelményeinek teljesítése.

Mivel a befektetők, szabályozó testületek és egyéb érdekeltek 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.¹²

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 érdekeltek 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; www.amex.com és 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.¹³

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.¹⁴ 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.¹⁵ Meg kell jegyeznünk, hogy a pénzügyi szektort szabályozó és felügyelő hivatalok és a törvényi előírások is változóak a világ különböző pontjain.¹⁶

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 Bank¹⁷. 2002 márciusában az FDIC és Alabama Állam Bankügyi Minisztériuma a First Southern Bank (Florence, Alabama) megszüntetését elrendelő utasítást adott ki.¹⁸ 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 vesztések 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.*”¹⁹ 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.²⁰

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])²¹. 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.*”²²

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 képviselő 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.²³ A Sovereign Bancorp 2006-ban a top 100 vállalat listáján a 34. helyen állt.²⁴ 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 módosították 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.*”²⁵

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 Ackermann*nak, a Deutsche Bank igazgatótanácsa szövivőjének 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.*”²⁶

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 világoriássá, 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.²⁷

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

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.³⁰

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

New York: A Citigroup 2 milliárd dolláros peregyezséget köt az Enronnal.³²

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.*”³³ 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.³⁴ 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.³⁵

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).³⁶ 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.³⁷ 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.”³⁸ 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.*³⁹ 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.⁴⁰ 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.*⁴¹ 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.⁴² 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 légkört a szervezet legfelső pontján határozzák meg.” Más szóval, a felső vezetés határozza meg a légkört, 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 légkörébe.⁴³

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 légkör 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 hozamcélokat, 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/résztvényesi 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
- 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.