

Ozsvald, Éva

**Working Paper**

## A japán vállalatirányítás (corporate governance) átalakulása

IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2013/7

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences

*Suggested Citation:* Ozsvald, Éva (2013) : A japán vállalatirányítás (corporate governance) átalakulása, IEHAS Discussion Papers, No. MT-DP - 2013/7, ISBN 978-615-5243-59-2, Hungarian Academy of Sciences, Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Budapest

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/108297>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2013/7

**A japán vállalatirányítás  
(corporate governance)  
átalakulása**

OZSVALD ÉVA

Műhelytanulmányok  
MT-DP – 2013/7

MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása.  
A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

A japán vállalatirányítás (corporate governance) átalakulása

Szerző:

Ozsvald Éva  
tudományos főmunkatárs  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet  
Email: ozsvald.eva@krtk.mta.hu

2013. március

ISBN 978-615-5243-59-2  
ISSN 1785-377X

Kiadó:  
Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Közgazdaság-tudományi Intézet

# A japán vállalatirányítás (corporate governance) átalakulása

Ozsvald Éva

## Összefoglaló

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 CG-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. Ezek erősen befolyásolták a CG-reformok menetét. Az eredmény egy olyan hibrid vállalatirányítási rendszer kialakulása volt, amelynek során a különböző vállalatok különböző módon adaptálják és kombinálják a tradicionális japán stakeholder modell elemeit az angolszász típusú CG-rendszer összetevőivel.

Tárgyszavak: Japán, vállalatirányítás, részvényesi érték

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G34, P50

# The Evolution of Japanese-style Corporate Governance

Éva Ozsvald

## Abstract

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.

Keywords: Japan, corporate governance, shareholder value

Journal of Economic Literature (JEL): G34, P50

## BEVEZETÉS

A japán gazdaság hosszú évtizedeken keresztül a gyors növekedés és modernizáció mintaországává vált, egyedi, csak Japánra jellemző, a nyugati hatások által csak kevésbé befolyásolt intézményrendszerrel. A páratlan sikersorozat azonban az 1990-ben véget ért, amikor is az óriásbuborékká fúvódott részvény- és ingatlanpiaci boom után pénzügyi válság, recesszió, majd elhúzódó stagnálás következett. A hajdani élvonalas 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 megállítására és visszafordítására érdekében egy lassan araszoló reformfolyamat indult el egy nyitottabb, kevésbé szabályozott, piacibb alapú 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” (LME) nevezett formációhoz.

Írásunkban ennek a kérdésnek a megválaszolásához kívánunk hozzájárulni azzal, hogy elemezzük a japán üzleti modellt, pontosabban a vállalatirányítási<sup>1</sup>, azaz a corporate governance (továbbiakban CG) reformok történetét. Az összehasonlító közgazdaságtan „Varieties of Capitalism” (VoC) ága megkülönböztetett figyelemmel kezeli a nyílt részvénytársaságok (a tőzsdei cégek) irányításában tapasztalható markáns különbségeket az egyes nemzeti kapitalizmus-modellek között. Nem véletlenül: egy adott ország CG-jének érdemi tanulmányozása ugyanis messze túlmutat a vállalat tulajdonosai és menedzsmentje közötti aszimmetrikus információból adódó „megbízó /ügynök”-problémán. A corporate governance jellemzők feltárása ugyanis maga után vonja többi olyan, alapvető piacgazdasági intézmény elemzését is, mint a tőkepiac, a társaságok tulajdonosi struktúrája, a vállalati irányítási gyakorlatot és az átláthatóságot szabályozó jogi háttér, a vállalatközi kapcsolatok természete, a vállalatvezetés és a vállalatok részvényeseken kívüli érintettjeinek

---

<sup>1</sup> A vállalatirányítás fogalmának tisztázása érdekében a nagy számú corporate governance meghatározás közül M.Blair (1995 p.3.) definíciója mellé 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 allokalják”.

(alkalmazottak, hitelezők, beszállítók) a viszonya, stb. Mi több, a corporate governance egyike azoknak a gazdasági intézményeknek, amelyeknek a legerősebb a beágyazottsága az adott társadalom kultúrájába és értékeibe. Így tehát amikor a japán CG evolúcióját elemezzük, nem kerülhetjük meg a japán kapitalizmusmodell számos más lényeges összetevőjének elemzését sem.

## **A KLASSZIKUS MODELL**

A CG 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 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% -át 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. A hosszú távú részvénytartásra berendezkedett partnerek szeme előtt nem (pontosabban: nem elsősorban) a befektetett tőkéjük után járó tisztas hozam lebegett: a kereszttulajdonlás célja a kölcsönösen előnyös kooperatív üzleti viszonyok ápolása és tulajdonosi kapcsolatokkal való megerősítése volt.

A CG legbefolyásosabb szereplője akkortájt a menedzsment volt. A magyar szakirodalomban felügyelő bizottságnak titulált belső audit-testület (*kansayaku*) kontrollja a menedzsment felett csupán formális intézményként működött. A vállalatok igazgatóságában a tulajdonosi érdek képviselője nem jelent meg és az operatív és stratégiai irányítás sem különült el egymástól. Ebben a szinte tökéletes insider-i (bennfentes) paradicsomban – ahol axiómaként kezelték azt, hogy a vállalat legfelsőbb döntéshozói pozícióiba a legrátermettebb, kompetens és morálisan kikezdetlen 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 egy-egy nagybank (a „főbank”) nem csak a vállalatok legfontosabb finanszírozója, hanem legfőbb monitoring intézménye is volt: a menedzsment után az adott vállalatról a legtöbb információval a főbank rendelkezett. 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 keirecu-hálózatok szinte teljes mértékben blokkolták a külső CG-mechanizmusok működését. Baráti vállalatfúziók létrejöhetnek, de ellenséges vállalatfelvásárlásra nem kerülhetett sor. Érthető módon, nem működött a vállalatvezetői piac (market for corporate control) sem.

A „részvényesiérdek-elsőbbség versus stakeholder-orientáció” - dichotómia szerint a japán vállalatirányítás (a németországival együtt) a stakeholder-modell leggyakrabban hivatkozott példája még ma is. A klasszikus japán 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 többek 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 felsővezetés számíthatott a munkaező 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 versenyképességet 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, az ún. 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 CG átalakulása jól példázza ezt a transzformációt.

A CG-mechanizmusok tartópillérei közül a főbank-rendszer 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 százmilliárdokban 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 keirecu-kon belüli tulajdonosi hálózatok miatt a japán bankok eszközeinek jelentős része vállalati részvény volt, a tőzsdei papírok értékvesztése is rontotta a bankok tőkemegfelelési mutatóit. A portfólió-átrendezés 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 magunknak 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 részvény-kereszttulajdonlás), a 2000-es évek elejére ez az arány viszont már 25%-ra csökkent (a részvény-kereszttulajdonlás 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, a többségük viszont közvetlen fúzióval vagy holding-tagként a négy nagy bankcsoport egyikéhez csatlakozott. (Példaként említjük az elsők között egyesült a Sumitomo és a Sakura bankot. Az előbbi pénzügyintézet 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 egymásrataltság 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 méret-növelésről vagy nagyobb piaci részesedés eléréséről a befektetett tőke különböző megtérülési mutatóira.

Schaede (2006) írásában meggyőzően fejt ki, hogy a japán vállalatok méretnövelésre való hajlama nem a japán üzleti kultúrával, hanem a korábbi ösztönzési rendszerrel volt összefüggésben. A japán gazdaság az 1990-es évek végén jutott el ahhoz a stratégiai inflexió 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 ösztönözött 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 keiretsu-kon belül csökkent a kohézió.

A főbank-rendszer felbomlásából és a részvénykereszttulajdonlás lecsökkenéséből logikusan következett, hogy a japán társaságok tulajdonosi szerkezete alaposan megváltozott. Az új tulajdonosok döntően két csoportból kerültek ki: a japán és 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 keiretsu-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 USA és Egyesült Királyság-beli alapok – 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 befektetőknél (elsősorban a nyugdíjalapoknál) elhelyezett megtakarítások emelkedésében, e befektetők megnövekedett kockázatvállalási hajlandóságában és diverzifikációra való törekvésében találjuk.

A tokiói tőzsde adatai (TSE, 2009) szerint a japán nyílt részvénytársaságokban a külföldi tulajdonosok részaránya az 1992-es 6 %-ról 2008-ra 27,6%-ra emelkedett. (A globális pénzügyi válság hatására az utóbbi három évben ez az arány néhány százalékponttal visszaesett). 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% körüli szinten stabilizálódott. 2008-ban a TSE első szekciójában 11 olyan társaság volt (a legismertebb nevek közül a az Orix, a Hoya, a Canon és a Sony), ahol a tulajdonosi összetételben 50% fölé emelkedett a külföldi részarány. Azon vállalatok száma, amelyekben a külföldi befektetői hányad meghaladta az egyharmadot (ekkor a részarány szükséges ahhoz, hogy az igazgatótanácsi döntések vétőzhatóak legyenek) 34 volt. Az összes tőzsdei vállalat több mint felében viszont csak 5 % alatti részesedést mondhattak magukénak a nem japán befektetők.

A japán és külföldi részvénytulajdonosok közötti első szembeötlő különbség az, hogy az 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 hátterű országokból érkező) intézményi befektetők<sup>2</sup> a részvényesi érdek primátusára alapuló CG elveit igyekeztek átültetni a gyakorlatba. Ennek hatását több empirikus kutatás is vizsgálta. Ahmadjian és Robbins (2001), Ahmadjian (2005), Vogel (2006) szoros összefüggést mutattak ki a külföldi tulajdonosok jelenléte és aktivitása, valamint a corporate governance jellemzők változása között. Azoknál a társaságoknál, ahol a külföldi részvényesek súlya elég jelentős volt ahhoz, hogy befolyásolni tudják a vállalati stratégiát és szervezetet, a cégek bizonyítottan

---

<sup>2</sup> Az intézményi befektetők az 1980-as évektől, az USA-ból startolva váltak a pénzpiacok meghatározó szereplőivé. Az amerikai intézményi befektetők a részvényesi érték – modell hazai elterjesztésével, majd exportjával világszerte forradalmasították a CG-ideát. (Jacoby, 2007)

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 külsős, független személyek is legyenek az igazgatótanács tagjai között. A külföldi tulajdonosok nyomásgyakorlása sikeres volt abban a tekintetben, hogy a klasszikus japán CG-modellben elhanyagolt tőkemegtérülési mutatók 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, 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 a gyengébben teljesítő részvényeiktől, mint a japán részvénytulajdonosok.

Nagy visszhangot kapott a nemzetközi sajtóban az, hogy néhány aktivista részvényes – így mindenek előtt a CalPERS, az Egyesült Államok egyik legnagyobb nyugdíjalapja – erős nyomásgyakorlással próbálta elérni a jobb CG-gyakorlatra való áttérést azoknál a japán társaságoknál, ahol befektetési érdekeltségük volt. Ezzel párhuzamosan a japán gazdaság irányítói és több nagyvállalat is felismerte azt, hogy ahhoz, hogy vonzóakká váljanak és maradjanak külföldi befektetők számára, igazodniuk kellett a jó 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 az új, 2005-ös vállalati törvény elfogadásáig a japán részvénytársaságok működésének jogszabályai nagyobb mértékben változtak meg, mint az 1950-es évek óta bármikor. Schaeede (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 jogrendszerből az angolszász jogrend irányába.

A gazdasági jog átalakításában Shishido (2004), más szerzőkkel egyetértésben, 1997-et jelöli meg a fordulat évéként. Ettől kezdve váltak könnyebbé az átstrukturálások, egyszerűsödtek a vállalatösszevonás és -felvásárlás szabályai és korszerűbbé vált a csődtörvény is. (ld. erről részletesen: Claessens, S. et al., 2001). Lehetőség nyílt a 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 és 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 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 hogy alkalmazkodjanak a fejlett nyugati országok – mindenképp az Egyesült Államok - üzleti sztenderdjeihez. Ahhoz pedig, hogy a japán vállalatok javítani tudjanak gyengülő versenyképességi pozícióikon, meg kell számukra teremteni a rugalmas alkalmazkodás feltételeit, melynek fókuszában a dereguláció, a szervezeti formák nagyobb szabadsága, és a hatékonyabb CG állt. Röviden összefoglalva tehát 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 részvényvisszavásárlás engedélyezéséhez - a nagyobb piaci szabadságot igénylő japán társaságok aktivitása is hozzájárult. A holdingvállalatok tilalmának feloldására pedig a legnagyobb nyomás a Nippon Keidanren, a Japán Gyáriparosok Szövetsége oldaláról érkezett. A reformokhoz kapcsolódó viták egy része a nyilvánosság színe előtt zajlott és így az is kiderülhetett, hogy a corporate governance reformokat ellenzők száma sem csekély, még a nemzetközi viszonylatban is jól csengő nevű társaságok köreiből sem. Így pl. a Canon és a Toyota elnöke többször tett olyan nyilatkozatot, amelyben a hagyományos japán üzleti modell értékeit hangsúlyozták, ráadásul a külföldi minták másolásának célszerűségét a gazdasági eredményesség szempontjából is megkérdőjelezték.

A reformok szükségességének belső felismerésére erősen hatott a külső elvárás. Az előző részben már esett szó arról, hogy a piaci szereplők közül elsősorban a külföldi befektetők voltak érdekeltek a CG-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 „U.S.-Japan Economic Partnership for Growth”, amelynek céljai között ott szerepelt az amerikai portfólió-beruházások előtt álló akadályok lebontása (Jacoby, 2006). A szakértők úgy látták, hogy ennek érdekében a japán tőzsdei társaságoknak transzparenssebbek kell lenniük, a részvényesi érték-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 a szakirodalom (Nakamura 2011) joggal használta az „amerikanizálódás” címkét összefoglaló jellemzőként. A korszellemnek megfelelően, a világ számos más országában tapasztalhatóhoz hasonlóan, az USA corporate governance szabályait tekintették a CG globális „legjobb gyakorlatának”, nemzetközi „benchmark”-jának.

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 II.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 valósult meg, funkcionálisan nem. Abból ugyanis, hogy az új szabályokat törvénybe foglalták még nem következett, hogy a gyakorlat követte volna a törvény betűjét és szellemét. Pejovic (2009) rávilágít a lényegre, amikor azt írja, hogy „a vállalati irányítást 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”. Még alaposabb 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 részvényesi érték modellre való áttérés jogszabályi diktátummal megoldható lehetett volna. Az új modellhez csak egy hosszabb intézményi evolúció vezethet (és az sem szükségszerűen). Az viszont, hogy a jogon kívül normák gyakran erősebben hatnak, mint az érvényes jogszabályok, nem jelenti az, 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 vállalati irányítási megoldások egyes elemeit (Miyajima, 2007). Az így megnövekedett diverzitást a hibridekről szóló részben konkrét példákon keresztül mutatjuk be. Előtte azonban 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 testületei, 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 CG mainstream elmélete szerint az igazgatóság a vállalat részvényeseinek érdekeit hivatott képviselni. 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. ( 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 elsősorban többségben voltak a vállalatnál alkalmazásban lévők, az insider-ek, továbbá a felsővezetés 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 tagja közül a kétharmad külső, független igazgató volt.)

Japánban a hagyományos, még a reformok előtti modellben az igazgatótanács szerepét a mainstream ideákhoz képest igen eltérő szellemben fogták fel. Az a tétel, ami a nyugati közgazdasági irodalomban már évtizedek óta általánosan elfogadottá vált - nevezetesen, hogy az igazgatóság-menedzsment viszony tipikusan megbízó-ügynök problémaként kezelendő – a japán megközelítésben mégcsak implicit módon sem merült fel. Az 1990-es évek előtti japán szakirodalomban elvéve találunk 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 stakeholderok érdekeinek harmonizációja.

A 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) tömören így jellemezte a helyzetet: „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 kinevezett (jogsabályi kötelezettségen alapuló) 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 egy-egy divízió 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 board-ok. A klasszikus modell sémája szerint kiválasztásra kerülő igazgatósági tagok érthető módon sokkal szorosabban kötődtek az évtizedeken keresztül együtt végzett munkában megismert kollégáikhoz és feletteseikhez, mint a vállalat tulajdonosaihoz. Japánban a lojalitás a vállalati kollektívához alapvető kulturális érték. 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 2000) szerint 1990-ben a vállalatok mindössze 19%-ánál 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 képviselete szempontjából formális volt. A gyakorlatban az igazgatóság tagjai az operatív menedzsment szinte valamennyi döntését támogatták.

Az előző fejezetben 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 board-variációban előírta.

A későbbi fejlemények szempontjából hangsúlyoznunk kell, hogy a törvény nem kötelezővé tette az angolszász modellt-re való áttérést, hanem csak igény szerint választhatóvá.

A board angolszász modelljében az igazgatóság 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, független tagok. Az ellenőrző/felügyeleti és a végrehajtási funkció 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 board-szerkezet. Az új jogszabályok életbe lépését követő évben mindössze 40 (más forrás szerint 55) tőzsdei vállalat alakította át board-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 (TSE) 2012-es adatai szerint az igazgatótanácsok típusa szerint az első szekcióhoz tartozó 1675 vállalat a következőképpen oszlott meg:

1. hagyományos irányítású auditbizottsággal működő vállalatok, független igazgatók nélkül: **816 (48,7%)**
2. hagyományos irányítású auditbizottsággal működő vállalatok, független igazgatókkal: **817 (48,8%)**
3. egyszintű igazgatótanács bizottságokkal: **42 (2,5%).**

A fenti megoszlásból látható, hogy a független igazgatók alkalmazása<sup>3</sup> nem vált a japán vállalatirányítási gyakorlat szerves részévé, továbbá az amerikai típusú igazgatósági testület lemásolása is csak egy igen szűk körben történt meg. Ez utóbbira, azaz az „igazgatóság bizottságokkal” szervezetre tipikusan azok a multinacionális vállalatok tértek át, amelyek részvényeit a tokióién kívül más tőzsdéken is forgalmazzák és/vagy ahol a tulajdonosi szerkezeten belül az átlagosnál lényegesen magasabb a külföldi arány. Ebbe a csoportba tartozik pl. a jól ismert társaságok közül a Sony, a Toshiba, a Hitachi és a Mitsubishi Electric. A részvényesi érdek érvényesítését leginkább elősegítő amerikai típusú board-moddal szembeni ellenállás legkézenfekvőbb magyarázata, hogy annak bevezetésével a 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 modellnek ez, a személyi kapcsolatoknak kiemelt fontosságot tulajdonító, nagyfokú belső stabilitást biztosító eleme tartós örökségnek bizonyult. Ha a vállalatvezetők kiválasztása egy valóban független

---

<sup>3</sup> 2011- ben a külső igazgatók aránya a tokiói tőzsde első szekciójába sorolt vállalatok igazgatóságában 9,6% volt. Ugyanez az arány az USA-ban 70%, az Egyesült Királyságban pedig 50 % felett volt. Forrás: <http://www.rieti.go.jp/en/papers/contribution/miyajima/03.html>

tagokból álló jelölési bizottság hatáskörébe kerülne át, a bennfentes vállalati kultúra egyik pillére omlana össze.

Számos empirikus tanulmány kísérelt meg összefüggést találni a független igazgatók alkalmazása és a vállalati teljesítmény között – az eddigi eredményekből azonban egyértelmű következtetést nem tudunk levonni.

## **A HIBRIDEK**

A jogi reformokról szóló részben már utaltunk arra, hogy miután az új társasági törvény lehetőséget adott arra, hogy a vállalatok választhassanak a különböző CG-formák között, 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 gyakorlat. Ugyanakkor a változás nem az angolszász modell másolását jelentette, azaz nem következett be az egy évtizeddel korábban többek által előrejelzett konvergencia - sem funkcionálisan, sem formálisan. A téma ismert szakértője, S. Vogel (2006) megfogalmazása szerint a vizsgált időszakban „Japán elindult az amerikai modell felé, de félúton megtorpant.” A reformok és a piaci nyomás együttes hatására a különböző japán vállalatok különböző kombinációkban alkalmazták a régi és új CG- elemeket, aminek következtében hibrid vállalatirányítási megoldások 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 utánaéztünk a vállalatirányítás témakörében készült empirikus vizsgálatoknak. A következőkben annak a kérdőíves felvételnek és a felmérés adataiból készített klaszteranalízisnek az eredményeit ismertetjük, amelyet Hideaki Miyajima vezetésével végzett el egy kutatócsoport a japán pénzügyminisztérium kutatóintézetében (Policy Research Institute, Ministry of Finance, 2003). 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%-a) 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, a szakzsargonban J-típusú vállalatnak nevezett cégek tartoznak. Ez az összes mintában

szereplő vállalatnak több mint a felét, a foglalkoztatottak száma alapján pedig 23%-át jelentette. A második és harmadik csoportba a reformok nyomán létrejött hibridek kerültek. Az 1-es típusú hibrid csoportba 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 2-es típusú hibrid csoport vállalatai az átalakulás másik útját követték: náluk a munkaügyek mozdultak el erőteljesebben a piaci viszonyok irányába, a vállalatfinanszírozást és az igazgatóság insider-orientáltságát 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, mely csoportok közös jellemzője, hogy:

1. viszonylag kis méretűek
2. pénzügyeiket a bankfinanszírozás dominálja
3. köreikben a vállalati kereszttulajdonlás még mindig jelentős
4. a külföldi és a pénzügyi befektetői aránya a tulajdonosi szerkezeten belül alacsony.

A **J-vállalatok** távol tartották magukat a reformoktól, azaz a részvényesek vállalati ügyekben alig hallatják hangjukat, az igazgatótanácsokban elvértve találhatunk külső független igazgatókat és e vállalatok átláthatósága sem javult érezhetően. A klaszteren 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-vállalat második, **J-2 típusát** a vállalatközi hálózatokon kívül eső és a banki finanszírozástól is kevésbé függő cégek jelenítik meg. A munkaügyeket itt is a paternalizmus jellemzi, még akkor is, ha itt a vállalati szakszervezeti tagság az előző típusú J-cégekhez képest jóval alacsonyabb. Ide főleg a szolgáltatási ágazatok cégei tartoznak.

A **J-3 típusúhoz** sorolt vállalatok sok tekintetben hasonlítanak a J-1 csoporthoz, viszont náluk már alkalmazzák az anyagi ösztönzést a menedzsment teljesítményének fokozására. A

J-3 típusú cégek tipikusan a kiskereskedelembe le lehetők fel, de pl. a Toyota-csoporthoz tartozó kisebb vállalatok is ilyenek.

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 az összes többi klaszterbe tartozókéénál. A high-tech vállalatoknak legalább a fele, az exportorientált cégeknek pedig közel 60%-a ebbe a hibridcsoportba sorolható. Az 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 itt már 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 stakeholder-ei, és az élethosszig tartó foglalkoztatás ígérését a törzsdolgozókra vonatkozóan igyekeznek betartani. A **H-1-1** csoportba tartozó társaságok között olyan közismert neveket találunk, mint a Toyota-t, a Canon vagy a Kao. A 1-típusú hibridek második csoportját

(**H-1-2**) olyan, szintén nagynevű cégekből, mint a Hitachi, az NTT, a Do Co Mo, a Mitsubishi csoport, továbbá számos közüzemi vállalatból áll össze. 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 nem csak a foglalkoztatáshoz, hanem a bérezéshez kapcsolódó elemeit is megtartották.

A **2-es típusú hibrid-klaszterbe (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 itt már jelentős távolodást észlelünk az élethosszig tartó foglalkoztatás japán védjeggyű étoszától. A menedzsment ösztönzésére itt alkalmazzák a leggyakrabban a részvényopciókat. A H-2 klaszter tagjai elsősorban a hazai piacra orientálódnak, nem csak 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, de az IT-szolgáltatók is idetartoznak.

A hibridek közül valószínűsíthetően a H-2-es típus kínálja a legrugalmasabb megoldásokat a vállalatirányításban, mert az alkalmazotti érdekképviselő korlátozó hatása itt a leggyengébb.

## **ZÁRÓGONDOLATOK**

Másfél évtized reformfolyamat után a japán tőzsdei társaságok egyértelműen elmozdultak az alapvetően kapcsolat-orientált működéstől a piaci alapú vállalatirányítási modell irányába. A részvénytulajdonosi szerkezet átrendeződött, a főbank-rendszer felbomlott, a keirecu-

kapcsolatok 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 portfólió vállalatok 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 pl. a Governance Metrics International Ratings (“GMI”) 38 ország közül a 33 helyre sorolta Japánt.

A japán CG reputációját tovább rontotta a szigetország eddigi legnagyobb vállalati botránya, az Olympus cég pénzügyi csalásainak lelepleződése, mely esetre gyakran a „japán Enron” -ként 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 őszen 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 esetnek 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- visszasságokat felszínre hozó, vállalatvezetési felelőtlenséggel kapcsolatos botrány. Ezek közül a legnagyobb publicitást a fukushimai tragédia kapcsán hírhedtté vált TEPCO- ügy<sup>4</sup> és a Daio Paper Company-nál<sup>5</sup> történtek kapták.

Középtávra kitekintve, vajon milyen tendenciák valószínűsíthetőek a japán vállalatirányítás alakulásában? Miután a nagyvállalati érdekképviseletek 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

<sup>4</sup> <http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2011/05/27/did-management-problems-at-tepco-cause-japans-15b-radiation-leak/>

<sup>5</sup> [http://travel.nytimes.com/2011/10/29/business/global/new-scandal-presses-corporate-japan.html?\\_r=0](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>

általában jobban teljesítettek, mint a hagyományos modell mellett kitartó társaik (Miyajima 2012), ezért 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 portfólió-vállalataik CG - gyakorlatával szemben. A CG-rezsimek hatékonyságát javíthatja az is, hogy Japánban is színre léptek az úttörő, aktív tulajdonosi magatartást tanúsító ("activist investors") nyugdíjalapok<sup>6</sup>. 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 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 insider-ek 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 ahol a részvényesi szempontok a többi stakeholder (elsősorban a vállalat alkalmazottainak) érdekeivel harmonizálhatók.

---

<sup>6</sup>Az ilyen típusú , eddig még kis számú nyugdíjalap közül mindenekelőtt a Japan's Pension Fund Association (PFA) vált ismertté. A PFA-nak a portfólió-vállalatok CG minőségére ható tevékenységét Aronson(2010) elemzi.

## **IRODALOM**

- Ahmadjian, C.L. (2001): Changing Japanese corporate governance. WP.188 Center on Japanese Economy and Business, Graduate School of Business, Columbia University
- 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.(2012): Corporate Governance Convergence in Japan. In: Rasheed,A-Yoshikawa, T.: 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](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-governanace.php>.
- Bebenroth,R.-Li Donghao (2007): Performance Impact at the Board Level: Corporate Governance in Japan. *Asian Business & Management* (2007) 6, 303–326.
- Buchanan,J.-S.Deakin (2007): Japan's Paradoxical Response to the New „Global Standard” in Corporate Governance. Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 351
- Buchanan, J.-D.Chai-S.Deakin (2011): Informal Institutions and the Limits to Convergence in Corporate Governance: The Reception of Hedge Fund Activism in Japan. AsLEA Conference, HKU
- Fujita,T.(2004): Modernizing Japanese Corporate Law: Ongoing Corporate Law Reform in Japan. *Singapore Academy of Law Journal*, Vol. 16, p. 321
- JapAnglo-Saxon capitalism. *The Economist*, 1.12. 2007
- 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. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=654702>
- Jackson, G. (2009): The Japanese firm and its Diversity. *Economy and Society*, 38:4, 606-629
- Pejovic,C. (2011): Japanese Corporate Governance: Behind Legal Norms. *Penn State International Law Review* Vol.29 No.3
- 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.
- Miyajima,H. (2007): The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform in Japan. In: .Aoki,M.,Jackson,G.,Miyajima,H (eds.): Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity. Oxford University Press
- 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 :Institutional investors, corporate governance and firm performance in Japan Pacific *Economic Review*, 15: 5 (2010)
- Nakamura, M (2011): Adoption and policy implications of Japan's new corporate governance practices after the reform. *Asia Paific Journal of Management*, 28:187–213
- NLI Research Institite (2004): *Kabushiki mochiai jokyo chosa 2003*.
- 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
- 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
- Vogel, S.K.(2006): *Japan Remodeled: How Government and Industry are Reforming Japanese Capitalism* Cornell University Press
- Yoshikawa, T – McGuire, J. (2007): *Change and Continuity in Japanese Corporate Governance* *Asian Pacific Journal of Management* 25: 5-24