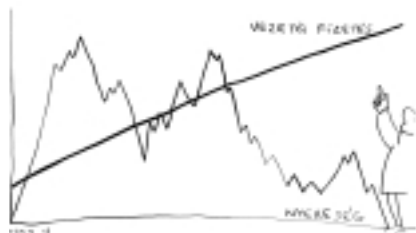


A KAPZSISÁG- CIKLUS

**HOGYAN ÖSZTÖNÖZTE
ŐRÜLTSEGEKRE A CÉGEKET
A PÉNZÜGYI RENDSZER?**



Sokféleképpen értékelhetjük mindazt, ami az elmúlt években az amerikai nagyvállalatokkal történt. Alkalmos módszer lehet például, ha végiglapozzuk a *Financial Times* néhány korábbi számát, amelyben figyelemre méltó cikksorozat jelent meg a közelmúltban a „csődbárókról, a felső szintű üzletemberek privilegizált csoportjáról, akik hihetetlen személyes vagyonra tettek szert, miközben cégük a katasztrófa felé rohant”. A *Financial Times* a múlt év eleje óta bekövetkezett huszonöt legnagyobb üzleti bukást vizsgálta meg. Az 1999 eleje és 2001 vége közötti időszakban ezeknek a pusztulásra ítélt cégeknek a vezetői és igazgatói mintegy 3,3 milliárd dollárral távoztak, amelyet fizetés, különféle prémiumok, valamint részvények és részvényopciók eladásából származó haszon formájában tettek zsebre. A listán szereplő nevek egy része minden újságolvasó előtt ismerős: Gary Winnick (512,4 millió dollár) a Global Crossingtól, az Enronon Kenneth Lay (246,7 millió dollár) és Scott Sullivan (49,4 millió dollár) a WorldComtól. Sok olyan név is szerepelt azonban közöttük, amelyek azelőtt nem kaptak nagy nyilvánosságot, mint például

■ John Cassidy: The greed cycle. How the financial system encouraged corporations to go crazy. *The New Yorker*, 2002. szeptember 23. 64-77. old.

Clark McLeod és Richard Lumpkin, az iowai Cedar Rapidsben bejegyzett telekommunikációs cég korábbi elnöke, illetve elnökhelyettese. Ez a két vállalati filantróp 99 millió, illetve 116 millió dollárnyi részvényt váltott készpénzre, mielőtt a többi részvényes vagyona semmivé vált.

Még veterán megfigyelők is megdöbbennek a közelmúlt eseményein. – Szinte versenyeznek, hogy mennyi pénzt kereshet az ember – mondta Paul Volcker, a FED, a Szövetségi Jegybank Igazgatóságának egykori elnöke, amikor néhány hete felkerestem irodájában a Rockefeller Centerben. Volcker az év elején sikertelen kísérletet tett arra, hogy megmentse az Arthur Andersen, az Enron könyvvizsgáló cégét, amely végül kiszállt az üzletből. – A vállalati mohóság minden mértéket felülmúlóan megnőtt ahhoz képest, amit 1990-ben el tudtunk képzelni – folytatta Volcker. – Már nem léteznek hagyományos normák. Kialakult egy kultúra, amelyben az az egyetlen értékmérő, hogy mennyi pénzt keresel.

Adam Smithtől Milton Friedmanig a közgazdászok mindig is úgy tekintettek a kapzsiságra, mint a kapitalizmus elkerülhetetlen és bizonyos értelemben nélkülözhetetlen sajátosságára. A jól irányított és kiegyensúlyozott gazdaságban a kapzsiság elősegíti a rendszer terjeszkedését. Ugyanakkor ellenőrzés alatt tartják, nehogy aláássa a közösség bizalmát a vállalkozások iránt általában. Az elmúlt néhány év rendkívüli fejleménye nem pusztán a kapzsiság létezése maga, hanem az, hogy szisztematikusan bátorították, míg el nem veszítették az uralmat fölötté. Kenneth Lay, amikor nyugodt lélekkel adta el a részvényeit, és hívta le több mint 200 millió dollár értékű részvényopcióját nem sokkal azelőtt, hogy az Enron csődbe ment, nem egyszerűen önző, gátlástalan fickónak bizonyult, hanem megszegte a hibái ellenére is majd kétszáz éve fennálló rendszert alátámasztó társadalmi szerződést.

Az első részvénytársaságot Francis Cabot Lowell, egy bostoni kereskedő hozta létre 1814-ben, amikor a mas-

sachusettsi Walthamben textilgyárat épített a Charles folyó partján, és Boston Manufacturing Companynek nevezte el. Lowell kicsempészte Angliából egy gépi szövőszék rajzát, és az volt a szándéka, hogy a lancashire-i textilgyár versenytársa legyen. De nem volt annyi pénze, hogy egyedül ki tudta volna fizetni a drága gépek megépítését és üzembe állítását, ezért tíz társának részvényeket adott el a cégeből. Hét éven belül a részvényesek több mint száz százalékos kumulálódó nyereségre tettek szert, Lowell pedig új üzleti modellt alkotott, amelynek következtében az emberiség halálos betegségei ellenszereit alkotta meg, ásványkincseket hozott fel az óceán mélyéről, kiterjesztette a kereskedelmet a világ mind a négy sarkára, és korábban sosem látott gazdasági expanziót teremtett.

Eleinte a legtöbb közgazdász szkeptikus volt Lowell újítását illetően. Minden részvénytársaság mélyén hallgatólagos egyezség rejlik: a cég vezetői azt ígérik, hogy a tulajdonosok érdekében működtetik a vállalatot, a részvényesek pedig elfogadják, hogy az üzlet mindennapi irányítását rábízzák a vezetőkre. Sajnos nem könnyű megbizonyosodni róla, hogy a menedzserek nem lazítanak-e, vagy nem irányítják-e át a részvényesek pénzének egy részét a saját zsebükhöz. Adam Smith az elsők között fogalmazta meg kétségét efelől: „Az efféle társaságok igazgatóitól [...] inkább mások pénzének, mint a sajátjuknak kezelői lévén, nem könnyű elvárni, hogy ugyanolyan élénk éberséggel vigyázzanak rá, mint ahogy gyakran egy magáncég tulajdonosai őrködnek a sajátjuk fölött – írta Smith *A nemzetek gazdagsága* című munkájában, majd így folytatta: Ezért az ilyen társaságok ügyeinek irányításában többé-kevésbé mindig nem-törődomség és pazarlás uralkodik.”

Smith úgy vélte, hogy a magántársaság marad az üzleti élet bevett formája, a technika változása és a pénzügyi szükségszerűség azonban rácaffolt erre. A vasúthálózat kiterjesztése például arra kényszerítette a New York Central és a Union Pacific társaságokat, hogy a sínpárok lefektetésére és a vasúti szerelvények beszerzésére több tízmillió dollárt gyűjtsenek

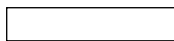
össze külső befektetőktől. Mivel pedig a bonyolult vasúti adminisztrációt egyetlen vállalkozó már nem volt képes kézben tartani, irányítására a menedzserek új rétege jött létre olyan emberekből, mint például Collis P. Huntington vagy Edward C. Harriman. Bár az új ipar olyan kétes finanszírozókat is vonzott, mint Jay Gould, a legtöbb hivatásos menedzser beérte azzal, hogy jókora fizetést és nyugdíjat húzzon, és nem próbálta meg kifosztani a részvényeseket és a kötvénytulajdonosokat. „A kereskedelmi ügyekben tanúsított tisztesség és becsületesség csodálatos elterjedésének komoly bizonyítéka napjainkban, hogy a nagy részvénytársaságok vezető tisztségviselői oly kevéssé engednek az útjukba kerülő csalás hatalmas kísértésének” – írta 1890-ben Alfred Marshall brit közgazdász.

Az 1920-as évek végére azonban sajnos egyértelművé vált, hogy a vállalati csalárdság lenyűgözően változatos formái virágznak, a legtöbbjükben a helyzetükkel visszaélő bennfentesek kopasztották meg a külső tagokat. Az értéktőzsde 1929-es összeomlása után egy kongresszusi vizsgálat széles körű bennfentes kereskedelemre, részvényár-manipulációra és a vállalati alapok személyes felhasználására derített fényt. Akkoriban, akárcsak manapság, a vállalati törvénysértések feltárása intézkedésre kényszerítette a szövetségi kormányt. Az 1933-as értékpapír-törvény kiterjedt bevallási követelményekkel lépett fel minden olyan társasággal szemben, amely részvényt kívánt kibocsátani, s törvénytelenül nyilvánította a bennfentes kereskedelmet és a piac manipulálására tett egyéb kísérleteket. 1934-ben Értéktőzsde Bizottságot állítottak fel az új rendelkezések betartatására.

Az üzleti élet iránti közbizalom végül is helyreállt ugyan, de a részvénytársaságok mélyén rejlő esetleges érdek-összeütközéseket sohasem tudták teljesen megszüntetni. Az 1960-as években és az 1970-es évek elején a vállalatvezetők gyakran gavallérosan bántak a részvényesek hasznával. Abban az időben a vezérigazgatók jövedelmét rendszerint összekapcsolták az általuk irányított vállalatok méretével – minél nagyobb volt a

cég, annál magasabb volt a jövedelmük. Ez arra ösztönözte a cégvezetőket, hogy inkább terjeszkedő cégbirodalmakat hozzanak létre, mint hogy cégük jövedelmezőségére és a részvényárra összpontosítsák a figyelmüket. Sokan közülük rengeteget költöttek a hivatalukkal járó különjuttatásokra, például fényűző irodaházakra és vállalati üdülőkre, a költségeiket még akkor is folytatták, amikor cégük bajba jutott.

Bár a részvényesek elméletben összefoghattak volna, hogy távozásra bírják a menedzsereket, de egy ilyen közös erőfeszítés megszervezése drága és időigényes vállalkozás lett volna, ezért ritkán következett be. A felső vezetés pazarlását még az olyan rivális cégek versenye sem korlátozta, amelyek nem költöttek rózsaszín márványborítású hivatali vécékre. A General Motors-féle nagyvállalatoknak jelentős veszteséget okoztak ugyan a külföldi versenytársak, a vezérigazgatókat azonban, mint például Roger Smith-t, nemigen érték emiatt veszteségek. A részvényeseknek valami hathatósabb eszközt kellett kényyszeríteniük, hogy a cég irányítói az ő érdekükben cselekedjenek. Amikor a megoldás megszületett, kiderült, hogy sokkal eredményesebb, mint bárki gondolta volna.



Harminc éve két ismeretlen fiatal pénzügyi közgazdász agyából pattant ki a reform ötlete. Michael Jensen és William Meckling a University of Chicagón végeztek, ahol Milton Friedman és tanítványai azt tanították, hogy az amerikai gazdaságban aligha létezik olyan negatívum, amelyet a növekvő verseny ne orvosolna. A hetvenes évek elején Jensen és Meckling, akik akkoriban mindketten a University of Rochesteren dolgoztak, megpróbálták a részvénytársaságok belső működésére alkalmazni ezt az elképzelést. Abból a feltételezésből indultak ki, hogy a felső vezetés, amely versenyhelyzetbe kerül a többi céggel, a kiadások csökkentésével és a lehető legnagyobb haszon elérésével minden tőle telhetőt megtesz részvényesei érdekében. – De mennél többet gondolkodtunk rajta,

annál biztosabbak lettünk benne, hogy nem igaz, amit Chicagóban tanítottak nekünk, és amiben életünk nagy részében hittünk – idézte fel nemrégiben Jensen. – Nem volt magától értetődő, hogy a nagyvállalatok maximálisra növelik értéküket.

Jensen és Meckling matematikailag formulázta meg érveit: olyan modellt alkotott, amelyet nemcsak a végleges professzori kinevezésre vágyó egyetemi oktatók kedvelnek, hanem óriási gyakorlati hatása is lett. Ez a modell elültette a gondolatot, hogy a cégek legfontosabb emberei nem az alkalmazottak vagy a menedzserek, hanem a tulajdonosok, vagyis a részvényesek és a kötvénytulajdonosok. A modell azonban valamiféle intellektuális magyarázattal arra is szolgál, hogy a vezetői fizetések az 1980-as években ellentmondásosan, robbanásszerűen kezdtek növekedni, és ezen alapult a vezetői részvényopciók széles körű alkalmazása is.

Jensen és Meckling „megbízó–ügynök problémaként” elemezte a részvényesek és a menedzserek kapcsolatát. Ez a probléma mindig felmerül, valahányszor az egyik fél (a megbízó) egy másik felet (ügynököt) alkalmaz maga helyett egy munka elvégzésére. Lehet az egy család, amely vállalkozót bíz meg háza renoválásával, egy cég, amely brókerceget bíz meg nyugdíjalapjának kezelésével, vagy akár egy választótestület, amely kormányt választ. Valamennyi felsorolt esetben ugyanaz a dilemma merül fel: hogyan érheti el a megbízó, hogy az ügynök az ő érdekében cselekedjék? Bárki, aki valaha kapcsolatba került vállalkozóval, tudhatja, hogy nem egyszerű a válasz. Az egyik lehetőség, hogy olyan szerződést kössenek, amely akkor jutalmazza a vállalkozót, ha jó munkát végez. A városi önkormányzatok kivitelezői például rendszeresen nem tartják be a határidőket, megzavarva a forgalmat, és örületbe kergetve az utazóközönséget. Ezért ha New York városa mondjuk útépítési pályázatot ír ki, a szerződés gyakran anyagi ösztönzőket tartalmaz a munka idő előtti befejezésére, és büntetést a késedelmes befejezésre.

Jensen és Mecklen volt az első két közgazdász, aki vállalatokra vonat-

koztatta ezt a gondolatot. Azzal érveltek, hogy nincs tökéletes módszer a tulajdonosok és a menedzserek érdekeinek összehangolására. Bármely cégben, amelyet kívülről finanszíroznak, a vezérigazgató óhatatlanul káros döntéseket is hoz. Ha a cég részvényeket bocsát ki, a bevétel egy részét mellékjövedelemre, például vállalati repülőgépre költik. Ha a cég kölcsönt vesz föl, a menedzserek, tudván, hogy a kötvénytulajdonosok a fő veszteségek, ha bármi baj történik, túl sok kockázatos beruházást hajtanak végre. Elkerülhetetlenek az „ügynöki költségek”, amelyekbe a vállalat veri magát ezeknek az akcióknak a következtében. Nem számít, hogy a cég megkülönböztetett helyzetben lévő monopólium-e, vagy komoly versenynek kitett vállalat, vezetői tönkreteszik a cég értékeit.

Jensennek és Mecklingnek komoly erőfeszítésébe került elképzelésük elfogadtatása. – Szemináriumot tartottam a University of Chicagón, katasztrofális volt – idézte föl a múltat Jensen. – Az emberek üvöltöztek velem: „Hogy mondhatja, hogy a verseny nem old meg minden problémát?” – Végül azonban a legtöbb közgazdász elfogadta Jensen és Meckling gondolatmenetét, és elkezdtek fölteni a következő kérdéseket: hogyan kellene mérni a vállalatvezetők teljesítményét? Mi jobb, ha fizetés vagy prémium formájában pénzt kapnak, vagy pedig ha vállalati részvényt? Hogyan lehet minimálisra csökkenteni, még ha elkerülhetetlen is, a vállalatvezetői hatékonyság hiányát? A megbízó-ügynök elmélet világos választ kínált ezekre a kérdésekre: bánjanak az ügyvezető igazgatókkal úgy, mintha vízvezeték-szerelők, vállalkozók vagy bármilyen egyéb erőszakos ügynökök lennének, és jutalmazza őket akkor, ha a megbízó, azaz a részvényes legfőbb érdekében cselekszenek.

Akkoriban sok vezérigazgató azt tekintette legfőbb feladatának, hogy gondoskodjék alkalmazottainak és vevőinek jólétéről. Mindaddig, amíg a cég évről évre elegendő profitot termelt, s emelte a részvényeseknek járó osztalékot, ezt megfelelőnek is tartották. De attól kezdve, hogy a vezérigazgatókat pusztán a cégtulajdono-

sok ügynökeinek tekintették, arra ösztönözték őket, hogy új, egyszerűbb hitvallás, a részvényesi érték szerint éljenek. A továbbiakban a közgazdászok és a menedzsmentguruk egyetértettek abban, hogy legfőbb céljuk – a részvényiac értékelésének megfelelően – a cég értékének maximalizálása kell, hogy legyen.

A részvényesiérték-mozgalom hamarosan gazdag és agresszív befektetőket vonzott, akik arra használták a közgazdászok érvelését, hogy igazolják a vállalati Amerika elleni támadásokat. Az 1980-as évek ellenséges felvásárlási hulláma idején a T. Boone Pickenshez és Carl Icahnhez hasonló ellentmondásos alakok felvásárolták az általuk értéken alulinak tartott részvénytársaságok érdekeltségeit, és arra hivatkozva, hogy az átlag részvényeseket képviselik, gyakran megpróbálták magukhoz ragadni az irányítást. Mivel a felvásárlók kölcsönpénzből fedezték támadásaikat, felvásárlásaik „hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás” (*leveraged buyout – LBO*) néven váltak ismertté. Egy tipikus hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlásban a vagyonszerző kivásárolja a részvénytársaság részvényeseit, és zártkörű vállalkozásként irányít, megnyirbálva a költségeket és karcsúsítva a céget. A végső cél, hogy magasabb értéken ismét tőzsdére vigye a vállalatot. Ezen ellenséges felvásárlásnak nevezett kalózkodások mögött nemcsak magánszemélyek álltak. Olyan Wall Street-i cégek is beszálltak az üzletbe, mint a Kohlberg Kravis Roberts vagy a Hicks, Muse. A jelentős részvénytársaságoknak közel fele kapott felvásárlási ajánlatot a nyolcvanas években. Jó néhány céget arra kényszerítettek, hogy bocsásson el munkásokat, és adja el a gyöngébben teljesítő részlegeit, csak hogy növelje tőzsdei értékét, és hárítsa el a potenciális ajánlattévők támadásait. A felvásárlókat népszerű dolog volt spekulánsoknak és ragadozóknak minősíteni, ami persze a legtöbbjük esetében igaz is volt. Thomas Eagleton, egy Missouri állambeli demokrata szenátor Carl Icahnt „tizenégykarátos kalóznak” nevezte, „akit egyetlen ösztön motivál, a kapzsiság”.

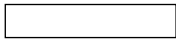
Jó néhány közgazdász mégis a hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások mellé állt, mondván, hogy azok a

Jensen és Meckling által leirt ügynök-probléma leküzdésének hatékony eszközei. A részvényesek, akik eladták részvényeiket, gyakran jelentős haszonra tettek szert, a felvásárolt cégek menedzserei pedig rendszerint óriási mennyiségű részvényt kaptak. Azzal érveltek, hogy a felvett kölcsönök miatt a felső vezetés kénytelen hatékonyabban irányítani a céget, és ha megnövelik a cég értékét, maguk is rengeteg pénzt kereshetnek. Michael Jensen az ellenséges felvásárlások egyik legelszántabb támogatója lett. 1989-ben cikket közölt a *Harvard Business Review*-ban, amelyben kijelentette, hogy a hagyományos részvénytársaság „számos gazdasági szektorban tovább maradt fenn, mint hasznos lett volna”.

Ez a kijelentés túlságosan korainak bizonyult. Amikor az 1990-es évek elején gazdasági recesszió következett be, számos, korábban magáncéggé alakult vállalat, például a Macy's és a Revco nem tudta fizetni a kamatokat, és a kialakuló csődhullám hatására a hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás mint üzleti modell elveszítette tekintélyét. Nem hogy értéket nem teremtett, de sok, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás (LBO) azzal ért véget, hogy tönkretették az őket finanszírozó befektetőket és kötvényeseket. Egyedül a részvényesek és az idejében kiárusító menedzserek kerestek vele elegendő pénzt. A hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások korának maradandó gazdasági tanulsága az volt, hogy a kapzsiság szabadjárja eresztése nem elég a hatékonyság növeléséhez. A vállalati Amerika azonban megpróbáltatásai-ból egészen más következtetéseket vont le: azok az ügyvezető igazgatók, akik áttértek a részvényesi érték új hitvallására, többnyire szörnyen meggazdagodtak, míg azok, akik azzal érveltek, hogy a vállalatoknak részvényeseik mellett alkalmazottaikkal és vevőikkel is törődniük kell, gyakran munka nélkül találták magukat.

Ugyanakkor a vállalatok megértették, hogy a menedzserek és a részvényesek érdekei összeegyeztetésének nem egyetlen módja a hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás. Létezett egy sokkal egyszerűbb eszköz is, amelynek nem volt nélkülözhetet-

len része a sok milliárd dolláros átvétellel járó sokféle gond, mégpedig a vezetői részvényopció. Ha egyszer egy felső vezető gazdag adományt kap ezekből a mágikus eszközökből, attól kezdve nem szimpla alkalmazottnak, hanem tulajdonosnak tekinti magát, aki hosszú távon is szíven viseli a cég gondját. Legalábbis az elmélet szerint.



A vezetői részvényopció jogi szerződés, amely garantálja, hogy tulajdonosa a jövőben egy bizonyos napon egy bizonyos áron megveheti a saját cége részvényét. Vegyünk mondjuk egy társaságot, amelynek részvénye ötven dollárt ér, és amely azt a jogot biztosítja vezérigazgatójának, hogy három év múlva egymillió részvényt vásárolhat a jelenlegi piaci áron. Tételezzük fel, hogy a részvény ára évente tíz százalékot emelkedik, tehát három év múlva hatvanhat dollár ötven centen kereskednek vele. Ezen a ponton a vezérigazgató leíratja az opcióját, tehát a cégnek egymillió részvényt kell eladni neki ötvendolláros áron. Ezután a vezérigazgató továbbadhatja a részvényeket a szabadpiacon, és tizenhat és fél millió dolláros hasznot tehet zsebbe.

Az első részvényopciós teljesítmény-ösztönző rendszert 1950-ben vezették be, abban az évben, amikor a Kongresszus úgy határozott, hogy a részvényopciók tulajdonosai addig jogosultak az adófizetés elhalasztására, amíg le nem hívják az opciót, és el nem adják a részvényüket. Hamarosan az Accounting Principles Board, a számviteli-szakmai testület, amely irányelveket fektetett le arról, hogyan kell elszámolniuk a cégeknek a bevételeiket, úgy döntött, hogy a fizetésektől és a prémiumoktól eltérően a részvényopciókat nem kell vállalati költségként számon tartani. Ez a döntés közvetlen következményekkel járt, hiszen azt jelentette, hogy egy cég szemszögéből a vezetői részvényopció ingyen van. A cégek annyi opciót bocsáthattak ki, amennyit csak akartak, és egyetlen centet sem kellett levonniuk a nyereségükből, amikor beszámoltak a részvényeseik előtt.

Hosszú távon ez a könyvviteli szabály megváltoztatta azt, ahogy a vállalatok fizettek a vezetőiknek, de akkoriban még nem sok vizet zavart. Abban az időben még ritkán éltek a vezetői részvényopció lehetőségével. A legtöbb vállalatvezető túlságosan kockázatosnak tartotta, és ragaszkodott hozzá, hogy készpénzben fizessenek neki. Ez volt a helyzet az 1960–70-es években, kivéve a technológiai iparágakban, ahol a ki nem próbált termékeket fejlesztő cégeknek sokszor nem volt elég pénzük ahhoz, hogy magas fizetéseket adjanak. A frissen alakult cégek számára a részvényopciók kényelmes lehetőséget kínáltak arra, hogy megőrizzék fontos alkalmazottaik lojalitását, és egyben kíméljék pénztárcájukat. Ha a cégben jól mentek a dolgok, az opciók hatalmas jövedelmet hozhattak: 1982-ben, amikor végre megállt a Dow Jones index hanyatlása, Frederick W. Smith, a Federal Express vezérigazgatója több mint ötvenmillió dollárt kasszírozott be részvényopcióból.

1980-ban a részvénytársaságok vezérigazgatóinak alig egyharmada kapott részvényopciót. A legtöbb cég még prémiumokkal és nyereségrészesedéssel ösztönözte és jutalmazta felsőbb vezetőit. Ahogy egyre inkább benn jártunk az 1980-as években, és ahogy megháromszorozódott a Dow értéke, sokkal kevésbé látszott kockázatosnak a részvényopció. Azon cégek elképesztő növekedésének köszönhetően, mint amilyen a Microsoft és az Intel, amelyek komolyan éltek vele, egyszer csak divattá váltak. Ha egy blue chip vállalat bőkezű részvényopció-csomagokat adott a vezetőinek, utánozni tudta a Szilícium-völgy műszaki dinamizmusát és vállalkozói kultúráját.

A részvényopciók nyújtásának valódi haszna azonban – legalábbis a közgazdászok állítása szerint –, hogy megoldotta a vezérigazgatók ösztönzésének problémáját. Michael Jensen ismét befolyásos személynek bizonyult. 1990-ben Jensen és Kevin Murphy, aki jelenleg a University of Southern Californián tanít, cikket jelentetett meg a *Harvard Business Review*-ban, amely szerint a jövedelem, amelyben a legtöbb vezérigazgató részesül, még a nyolcvanas évek

eseményei után sincs köszönő viszonyban cége teljesítményével. Különösen a cég részvényáraiban bekövetkezett változások vannak csekély hatással a vezérigazgató nettó keresetére. – Az átlagot tekintve az amerikai vállalatok úgy fizetik legfontosabb vezetőiket, mintha hivatalnokok lennének – fejezte be Jensen és Murphy. – Csoda-e hát, hogy sok vezérigazgató inkább úgy viselkedik, mintha hivatalnok, nem pedig, mintha értékmaximalizáló vállalkozó lenne, akire a cégének oly nagy szüksége van helyzete megszilárdításához a világpiacon?

1994-re minden tíz vezérigazgatóból hét opciós jövedelemhez jutott, és a részvényopciók tették ki átlagos nettó jövedelmüknek mintegy a felét. A kilencvenes évek második felében az úgynevezett „millió opciók” – a legalább tízmillió dollár értékű opciós jövedelmek – terjedtek el. 1997-ben a Pearl Meyer & Partners javadalmazási tanácsadó cég vezetői szerint, az első kétszáz amerikai vezérigazgató közül kilencvenkettő millió opciót kapott, amelyek átlagértéke harmincegymillió dollár volt. Egy év múlva két harvardi közgazdász, Brian J. Hall és Jeffrey Liebman ismét szemügyre vette a menedzserjövodelemeket, és alátámasztotta, amit bárki, aki pénzügyi cikkeket olvas, már régóta tudott, vagyis hogy a vezérigazgatókat korántsem úgy fizetik, mint a hivatalnokokat. Sokkal inkább úgy, mint a rocksztárokat.

Szándékosan-e vagy sem, Washington mindenesetre bátorította a nagy osztogatást. Az 1992-es választási kampányban Bill Clinton és Al Gore politikai kérdést csinált a fényűző vezérigazgatói jövedelmekből. Egy év múlva az új kormány egymillió dollárra korlátozta az adólevonás összegét, amelyet a vállalatok a vezetői fizetések után kaphattak. A reform éppen ellenkező hatást váltott ki. Mivel a vezetői részvényopciók nem számítottak bele a rendszeres jövedelembe, a vállalatoknak még több okuk volt rá, hogy menedzsereiknek ne annyira fizetést, mint inkább opciókat adjanak. 1994-ben a Financial Accounting Standards Board (FASB), az Accounting Principles Board utódja elhatározta, rákényszeríti a cégeket,

hogy vonják le nyereségükből a garantált részvényopciók értékét. Szilícium-völgyi cégek intenzív lobbizása után a kongresszus számos vezető tagja, többek között Joseph Lieberman és Dianne Feinstein azzal fenyegetőzött, hogy ellehetleníti az FASB-t, ha továbbra is ragaszkodik a változásokhoz. A testület visszakozott, és ezzel a vállalati kapzsiság kordában tartására tett legutolsó hivatalos kísérlet is kudarcba fulladt.



A részvényopció felbukkanása forradalmasította az amerikai korporációk kultúráját. A biztonságos befektetést kínáló blue chip cégek vezérigazgatói, akik az 1980-as években vállalati vandálokna minősítették lcahnt, Pickenst és a hozzájuk hasonlókat, most magukévá tették a felvásárlások értékrendjét. Az Üzleti Kerekasztal, az a lobbicsoport, amely több tucat jelentős cég vezérigazgatóit képviseli, évtizedeken át legalább annyira hangsúlyozta a vállalatok közösségi, társadalmi szerepét, mint a részvényeseik iránti anyagi kötelezettséget, 1997-ben viszont a következőképpen módosította meghatározását: „A menedzsmenst és az igazgatóság kötelezettsége elsősorban a részvényesnek szól.”

Számos esetben a vezérigazgatók maguk is rajtaütésszerű felvásárlókká, de belülről támadó felvásárlókká váltak. Olyan cégek, mint az IBM, a Xerox és a Procter & Gamble önszántukból munkások tízezreit bocsátották el. Vezérigazgatóik váltig állították, hogy a „karcsúsítás” nélkülözhetetlen a hatékony versenyhez, ami időnként igaz is volt. De miután a vezérigazgatók milliós opciók birtokában voltak, még egy tényező motiválta őket: hatalmas volt az érdekltségük abban, hogy növeljék a cég részvényeinek árát. Először nyílt lehetőségük rá, hogy akkora vagyont szerezzenek, amekkorára ez idáig csak az ipar olyan élharcosai tehettek szert, mint Rockefeller, Morgan vagy Gates. 1997-ben Michael Eisner, a Walt Disney elnök-vezérigazgatója ötszázhetvenmillió dollárt keresett. Egy évvel később Mel Karmazin, a CBS vezér-

igazgatója közel kétszázmillió dollár értékű opciót hívott le.

A megdöbbenő kifizetések miatt felmerülő szörványos tiltakozások ellenére is sok közgazdász hitelt adott a részvényesi érték elméletének, mert újra életet lehel az amerikai üzletben. Minden félelem ellenére, hogy a karcsúsítás tönkreteszi majd a közösségeket, a gazdaság virágzott, és összességében nőtt a munkahelyek száma az országban. Ahelyett, hogy kipellengéreztek volna a könyörtelen üzletembereket, még fel is magasztalták őket. 1996-ban az egyik leggyilkosabb menedzser, Albert Dunlap (Láncfűrész Al) óriási bestsellert írt *Aljas üzlet* címen, amelyben megvédte azt a költségcsökkentő taktikát, amelyet az American Can- és a Scott Paper-féle cégeknél tökéletesített. „Bármelyik cégnél a részvényes a legfontosabb személy – jelentette ki Dunlap. – Nem a Wall Street-i pohos macskákról beszélek. Dolgozó emberek és nyugdíjas nők és férfiak bízták ránk a pénzüket és gyermekeik oktatását, meg a saját hosszú távú biztonságukat jelentő kedvezményes adózású nyugdíjbiztosításukat. Ha nem vigyázunk rájuk minden lépésünknel, átrázzuk őket.”

Addig, amíg a gazdaság egyre csak növekedett, a tőzsde pedig szárnyalt, a legtöbb amerikai szívesen eltekintett attól, milyen aránytalanul osztják el a hosszú fellendülés hasznát. Azok előtt azonban, akik gondosan figyeltek, már nem volt titok, hogy a vezetői részvényopciók-al időnként vissza-visszaélnak.

1997-ben David Yermack, a New York University mellett működő Stern School of Business közgazdásza cikket közölt a *Journal of Finance*-ben, amelyben leírta, hogy a cégek gondosan időzítik, hogy melyik napon garantálják a részvényopciót a vezetőiknek. Tipikus eset, hogy azok a cégek, amelyeknek nagy nyereségről szóló híreik vannak, éppen azelőtt döntenek az opciókról, hogy megjelentetik a negyedéves beszámolójukat, úgy, hogy az árat még azelőtt rögzítsék, mielőtt a beruházók felhajtánák a cég részvényárait, annak érdekében, hogy az új opcióknak növekedjen az értékük. A gyengébb nyereségről beszámoló cégek inkább az utánra ha-

lasztják az opció megadását, hogy hírt adtak az eredményükről, vagyis amikor már leesett a részvényár. Ez a megállapítás arra utalt, hogy a vezérigazgatók a saját érdekükben élnek a bennfentes információval, ami akár törvénytelen is lehet, bár ilyen eset még sohasem került bíróság elé. – Egészen olyan, mintha bennfentes kereskedelem volna – jegyezte meg a közelmúltban Yermack.

A menedzserek meggazdagodásának egy másik példája az az egyre elterjedtebb – és abszolút törvényes – gyakorlat, hogy a cégek felvásárolják részvényeseiktől a részvényeiket, majd bevonják őket. George Fenn és Nellie Liang, a Szövetségi Jegybank igazgatóságán (Federal Reserve Board – FED) dolgozó két közgazdász szerint a részvény-visszavásárlások zömét azért hajítják végre, hogy növeljék a vezetői részvényopciók értékét, csökkentve a kint lévő részvények számát, lehetővé téve ezáltal, hogy még akkor is növekvő egy részvényre jutó nyereségről számolhassanak be, ha az összes nyereség semmit se nő. Az efféle pénzügyi machinációk rövid távon megemelhetik ugyan egy cég részvényeinek árát, hosszú távon azonban károkat is okoznak. Az 1990-es években az IBM, a Disney és számos más cég súlyos kölcsönöket vett fel, részben azért, hogy a felvásárlásokat finanszírozza belőlük. Ennek következtében a vállalati adósságok nagyobbak, mint valaha is voltak, és a Disneyhez hasonló cégek súlyos adósságterhek alatt nyögnek.

Emellett sok cég kihasználta a részvényopciók hanyag számviteli kezelését, és eltúlozta a nyereségeségét. Egy New York-i bróker cég, a Sanford C. Bernstein kiszámította, hogy ha az S. & P. 500 indexben felsorolt valamennyi cég kifizette volna az 1995 és 2000 között kibocsátott részvényopcióit, a nyereségük csupán évi hat százalékkal nőtt volna, szemben a kilenc százalékkal, amelyről beszámoltak.

Amint a Nasdaq az 5000-hez közelített, még a részvényesiérték-mozgalom néhány fő szószólója is változásokat követelt a részvényopciók tervezésében. Az 1999-es év elején egy Alfred Rappaport nevű tanácsadó, aki a *A részvényesi érték megte-*

remtése című, menedzsmentről szóló tanulmányt írta, cikket tett közzé a *Harvard Business Review*-ban, amelyben rámutatott: „A jelenlegi jövedelmi rendszerben a felső vezetést akkor is megjutalmazták, ha a cég rossz teljesítményt nyújt.” A Nasdaq és a Dow Jones-index szédületes emelkedése azt jelentette, hogy szinte mindenki, aki elég szerencsés volt ahhoz, hogy valamely részvénytársaság élén álljon, nagyon meggazdagodott, akármilyen gyatra volt is a teljesítménye. Rappaport azt javasolta, hogy a Dowhoz és a Nasdaqhoz kötve indexálják a vezetői részvényopciók kötési vagy lejáratí árát. Ebben az esetben – érvelt – az opciók értéke csak akkor nőne, ha a részvény értéke jobban növekedne, mint a piaci átlag, és a vezérigazgatóknak meg kellene dolgozniuk a vagyonukért.

Ennek a javaslatnak nyilvánvaló ésszerűsége ellenére sem szentelt senki figyelmet a vállalati Amerikában. Az opciókra vonatkozó értelmetlen számviteli szabályok miatt az indexált opciók értékét le kellett vonni a jövedelmekből, míg a közönséges opciókét nem. A vállalatok nem akarták csökkenteni a jövedelmüket az átállással. A közelmúltig az országban csupán egyetlen számítógép-hálózatépítő cég, a Level 3 Communications indexálta a vezetői részvényopcióit a piaci átlaghoz.

Ami még rosszabb, sok cég alacsonyabb szinten újraárazta vezérigazgatói részvényopcióit, valahányszor csökkent a részvény ára. Például az Advanced Micro Devices nevű chipgyártó cég nem kevesebb, mint hat alkalommal árazta át alapítójának, Jerry Senders III-nak az opcióit, lehetővé téve, hogy számlálatlan dollármilliókat tegyen zsebre, miközben a cég részvényei ugyancsak szerényen teljesítettek. Az Oracle szoftvercég ugyanezt a gyakorlatot követte. 2000-ben Larry Ellison, az Oracle már amúgy is gazdag alapítója hétszázmillió dollár jövedelemhez jutott azzal, hogy készpénzre váltott néhány olcsó opciót röviddel azelőtt, hogy cégének részvényára összeomlott volna.

Aligha lehet jobb példát találni rá, hogy mi a baj a vállalati Amerikával. Amikor a cégek részvényára magasra emelkedik, a felelősök annyit ke-

resnek, mintha kihúzták volna a lotófőnyereményt. Amikor a részvényár lezuhan, csak újabb esélyt kapnak rá, hogy nyerjenek. A rendszer annyira arcátlan és olyan logikus, hogy szinte már gyönyörű. Graef Crystal, a vezérigazgatói jövedelmek szakértője, aki az *A mértéktelenség világa: Túlfizetett amerikai vezérigazgatók* című könyvet írta, a közelmúltban azt mondta, hogy ha az ember egy bizonytalan árú részvényt és azt az elhatározást kapcsolja össze, hogy átárazza a részvényopciókat, „akkor létrehozta a pénzcsináló örökmozgót, amely egyszer és mindenkorra garantálja, hogy a vezérigazgatók csontgazdagokká váljanak”.



A vezetői részvényopció legáltalánosabb vonása, hogy – különösen, amikor rosszul állnak a dolgok – arra ösztönzi a vállalat vezetőit, vezessék félre a befektetőket a cég valódi helyzetét illetően. Már a jelenlegi pénzügyi botrányosorozat előtt is egyre több cég folyamodott pénzügyi manőverekhez, túlozta el bevételeit, és becsülte alá a kiadásait.

Michael Jensen és más közgazdászok ezt a zavaró tényezőt nagyrészt figyelmen kívül hagyták ugyan, de a számvittel foglalkozók világán belül közismert tény volt. A vállalatirányítás amerikai rendszerében, amely nem sokat változott az 1930-as évek óta, a tőzsdén jegyzett részvénytársaságok minden negyedévben jelentést tesznek közzé, évente egyszer pedig részletesebb, auditált beszámolót bocsátanak ki. Pénzügyi eredményeik elkészítésekor a cégek egy részletes szabálygyűjteményre, az *Általánosan elfogadott számviteli elvekre* támaszkodnak, amelyben az Értékpapír- és Tőzsdelügyeleti Bizottság (SEC – Securities and Exchange Commission) és a nagy, számvittel foglalkozó cégek egyeznek meg. A szabályok célja az, hogy pontos kép alakuljon ki arról, mennyi pénz marad egy cégnél, miután a bevételekből kivonták a kiadásokat. Egy elszánt menedzsment azonban sokféleképpen értelmezheti ezeket a szabályokat.

1993-ban Howard Schilit, a Washingtonban működő American Univer-

sity számvitelprofesszora könyvet jelentetett meg azokról a trükkökről, amelyeket a cégek bevételeik növelésére alkalmaznak. Akkoriban még a legtöbb ember, aki nem volt hites könyvvizsgáló, úgy vélekedett, hogy (legalábbis Hollywoodon kívül) a számviteli szabályok világosak és egyértelműek, Schilit azonban tucatnyi módosítást tárta fel annak, ahogy a cégek manipulálni tudják az eredményeiket. *Pénzügyi trükkök: Hogyan deríthetők ki a pénzügyi jelentések számviteli svindlijei és csalásai* című könyvében a bűvészkedéstől a leplezetlen csalásig terjedő, hétféle számviteli trükköt különböztetett meg: 1. a bevételek idő előtti vagy megkérdőjelezhető minőségben történő feltüntetése; 2. fiktív bevételek feltüntetése; 3. a profit növelése korábbi nyereséggel; 4. a folyó kiadások átirányítása valamely későbbi vagy korábbi időszakra; 5. tartozások feltüntetésének elmulasztása vagy helytelen csökkentésük; 6. a folyó bevételek átirányítása valamely későbbi időszakra; 7. a jövőbeli kiadások átirányítása a jelen időszakra különleges költségként.

A következő évben Schilit megalapította a Pénzügyi Kutató és Elemző Központot (Center for Financial Research & Analysis), azt a céget, amely a vállalati pénzügyi kimutatások monitorozását végzi, és figyelmeztetéseket ad közre intézményi befektető ügyfeleinek. Az évtized előrehaladtával párhuzamosan egyre nőtt a figyelmeztetések száma. – A számviteli gondok nem hirtelen, az utolsó félévben vagy évben bukkantak fel – mondta nekem nemrégiben Schilit. – Szörnyűek voltak már 1997 óta egyfolytában. – Schilit és munkatársai gyakran ellenséges reakciót tapasztaltak, amikor nyíltan kétségbe vonták egy-egy cég nyereségét. – Az emberek nagyon dühösek lettek – emlékezett vissza Schilit. – A vezérigazgatók elképesztő összegeket kerestek az ellenőrizetlen opciós rendszerek révén, mégis mindenki elégedett volt körülöttük, mert ők is meggazdagodtak. Nem akarták, hogy bárki kérdéseket tegyen föl.

1994 szeptemberében Schilit figyelmeztetést jelentetett meg a CUC-vel, egy Connecticutban bejegyzett

közvetlen marketingcéggel kapcsolatban, amely discount klubokba, például a Shoppers Advantage-ba szóló tagságot árusított. Nyeresége meredeken ívelt fölfelé, részben azért, mert a cég marketing költségeinek egy részét tőkeberuházásnak tüntette fel, ami lehetővé tette, hogy sokkal kevesebbnek látszon. Ha egy cég háromszázmillió dollárt költ mondjuk a legkorszerűbb gyárra, a költségeket harminc évre el tudja osztani, ahelyett, hogy az egész összeget mindjárt a költség számlájára könyvelné. A marketingköltségek, például a hirdetés és a reklámlevelek szétküldeése azonban nem hosszú távú befektetés. Amikor a CUC annak minősítette őket, a 4-es számú trükhöz folyamodott. A cég feltüntetett egy sor „átszervezési költséget” is a gyárbezárások, az elbocsátott munkások végkielégítéseinek fedezésére stb. Az ilyen költségeket gyakran kenőpénznek használják. A cégek szándékosan több pénzt írnak le, mint amennyit kell, azután pedig a maradék készpénz egy részét a jövőendő nyereség növelésére használják fel – ez a 7-es számú trükk egyik esete.

1997 elején Schilit és munkatársai újabb beszámolót jelentettek meg a CUC-ról. A figyelmeztetés alaposan feldühítette Walter Forbest, a CUC pénzügyi igazgatóját, a befektetők azonban nemigen törődtek vele. 1996 szeptembere és 1998 áprilisa között a CUC részvényára megduplázódott, miközben a cég összeolvadt a HFS-sel, egy nagy franchise-céggel, és Cendantre változtatta a nevét. Forbes az egyesült cég elnöke lett. Néhány nappal azután, hogy a részvények ára elérte a csúcst, a cég bejelentette, hogy számviteli szabálytalanságokat tárt fel, amelyek több mint százmillió dollárral csökkentették a nyereségét, mire a részvényárak majdnem ötven százalékot estek. 1998 júliusában Forbes lemondott. 2000 júniusában a Cendant számviteli részlegének három korábbi alkalmazottja bűnösnek vallotta magát csalás bűntettében. Forbest és egy másik korábbi CUC igazgatót most azzal vádolják, hogy majdnem egy évtizeden át felduzzasztották a nyereséget.

A Cendant hatalmas pénzügyi botrányt kavart. Majdnem húszmilliárd dollár részvényesi értéket kisöpörtek, és végül a cégnek 2,8 milliárd dollár kellett fizetnie, hogy megegyezzen a pereskedő részvényesekkel, de a történet híre alig terjedt túl az üzleti rovatokon. Schilit a következőket mondta nekem: – Ha tartósan felfelé megy a tőzsde, a befektetők egy csomó pénzt veszítenek a Cendanten, a tanácsadók, a befektetési bankárok azt mondják: „OK, Joe, van az ügy, hogy csal valaki. De azért egy csomó pénzt kerestél az előző öt ügyleten, amit hoztam neked.” A beruházók ilyenkor a fogukat csikorgatják, és azt válaszolják. „Igen, ezen nagyot buktam, de tényleg sokat kerestem a másik öt ügyleten.”

Nagyjából egy időben azzal, hogy a Cendanttal kapcsolatban kiderült az igazság, egy könyvelési botrány arra kényszerítette Al Dunlapet, hogy mondjon le a berendezésgyártó Sunbeamnél, ahol ügyesen bánt a láncfűrészszel, és közel négy milliárd részvényopció értékét trükközta föl a magába. Dunlap tagadta, hogy törvénysértést követett volna el, de 2001-ben a SEC, az Értékpapír- és Tőzsdefelügyeleti Bizottság csalással vádolta őt és négy korábbi alkalmazottját. Azt állította, hogy hamis képet festettek a Sunbeam üzletviteléről azzal, hogy felemelték „a részvényárakat, és ezáltal növelték az értékét akvizíciós célként”. A Sunbeam végül csődöt jelentett, részvényesei pedig – Dunlap szerint a cég legfontosabb emberei – üres kézzel távozhattak.

A Cendantnál és a Sunbeamnél elkövetett csalások eltörpültek a Waste Management, az ország legnagyobb hulladékszállító társaságának még nagyobb pénzügyi skandaluma mellett. Schilit először 1995-ben óvta a befektetőket az agresszív számviteltől, a cég részvényei mégis egyre emelkedtek. 1998 júliusában a Waste Management egyesült az egyik legnagyobb versenytársával, a USA Waste Service-szel, és a következő tavasszal részvényértéke rekordmagasságot ért el. Néhány hónap múlva a cég bejelentette, hogy felülvizsgálja számviteli jelentéseit. A SEC, az Értékpapír- és Tőzsdefelügyeleti Bizottság vizsgálatot indított, amely kiderítette,

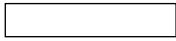
hogy a Waste Management 1992 és 1996 között a ténylegesnél 1,43 milliárd dollárral több profitot könyvelt el.

A Cendant és a Waste Management egyaránt rendezetlen háttérű cégek voltak, amelyek megpróbálták utat törni maguknak a megalapozott pénzügyi világba. A Lucent Technologies, az AT & T egykori berendezésgyártó részlege azonban az elsőrangú részvénytulajdonos cégek között is a élenjárt. A Lucent 1996 áprilisában részvénytársasággá alakult, részvényeinek értéke három év alatt a nyolcszorosára nőtt, és a legelterjedtebb részvénné vált Amerikában. 1998-ban a Lucent mintegy egymilliárd dollár nettó eredményt ért el. A befektetők arra számítottak, hogy a cég gyors növekedése a következő évben is folytatódik, és a társaság semmit se tett ennek a reménynek az elosztatására. A valóságban azonban eladásai lassultak, készletei pedig növekedtek. A cég bevételei közé felvette a vállalati nyugdíjalap nyereségét (3-as számú trükk), tőkésíteni kezdte szoftverkiadásait (4-es számú trükk), és a vásárlásokkal kapcsolatban új tartalékokat képzett (7-es számú trükk). 1999 februárja és májusa között a Pénzügyi Kutató és Elemző Központ két figyelmeztetést adott ki a Lucent pénzügyi helyzetéről. – Egyetlen dolog sem volt, ami szemet szúrt volna – emlékezett vissza Schilit. – Csak itt-ott egy-egy apróbb trükk.

A befektetők szokás szerint nemigen figyeltek fel rá. Novemberben a Lucent részvénye elérte a nyolcvan dollárt. 2000. január 6-án Schilit és munkatársai harmadik figyelmeztetést bocsátottak ki, részletesen leírták, hogyan emelte meg a Lucent mesterségesen a nyereségét egy korábbi átszervezés költségeinek sztorinírozásával. Egy hét múlva a Lucent bejelentette, hogy nem küldi meg a Wall Streetnek az 1999. utolsó negyedéves nyereségre vonatkozó becsléseit, mire a részvényei meredeken zuhanni kezdtek. Két és fél évvel ezek után kevesebb mint két dollárt érnek.

– A Lucent azt tanította meg egy csomó embernek, köztük nekem is, hogy ilyesmi bárhol előfordulhat –

mondta Schilit. – Ezek a blue chip cégek ugyanúgy ki vannak téve a könyvelési trükköknek, mint a jelentéktelen kicsik.



Ha a befektetők jobban figyelnek, láthatják volna: nem egyedül Schilit figyelmeztetett rá, hogy valami baj van a vállalati Amerikát megtestesítő, optimizmust árasztó számokkal. 1996 negyedik negyedéve és 2000 negyedik negyedéve között az S. & P. 500-ban felsorolt cégek arról számoltak be, hogy az egy részvényre jutó nyereségük 38,73 dollárról 54,78 dollárra nőtt, és eközben egyetlen negyedévben sem volt nyereségcsökkenés. Még 2000 végén is a legtöbb nagy társaság további nyereségnövekedést prognosztizált. A bruttó hazai terméket (GDP) és összetevőit mérő Kereskedelmi Minisztérium szerint viszont a vállalati nyereség 1997-ben érte el a csúcstól közel nyolcszázmilliárd dollárral. Utána meredeken zuhanni kezdett, alig hétszázhuszmilliárd dollár fölé állt meg 1998-ban. A nyereség egészen 2000-ig vissza se kapaszkodott az 1997-es szintre, majd 2001-ben ismét nagyot zuhant.

Két lehetséges magyarázat van a Kereskedelmi Minisztérium és a vállalati Amerika adatai között fennálló ordító különbségre. A kormány a nyereséget a vállalati adóbevallások alapján számítja, amelyek sokszor alacsonyabb nyereség-előrejelzéssel számolnak, mint a cégek által a Wall Streetnek szolgáltatott adatok. (Valamely furcsa oknál fogva a cégek nem akarják eltulozni a nyereségüket az IRS, a Szövetési Adóhivatal előtt!) Emellett a kormány minden vállalatfajtától begyűjti az adatokat, kis és nagy cégtől egyaránt, míg az S. & P. 500 az ország legnagyobb vállalataiból áll. Könnyen elképzelhető, hogy a nyereségesség csökkenése, amit a Kereskedelmi Minisztérium kimutatott, az adókerülő és a kis cégek körében koncentrálódott. De sokkal meggyőzőbb magyarázat, hogy a nagyvállalatok óriási többsége mesterségesen inflálta el a nyereségét. Ahelyett, hogy beismerték volna: a növekvő bérek és az intenzív verseny rosszat tesznek a jövedelmezőségnek, ravasz kibúvókat kerestek.

Azok, akik ezeknek a cégeknek az élén álltak, korántsem irigylésre méltó dilemma elé kerültek. Amikor a tőzsde a csúcson járt, sokuknak sok tízmillió dollárt érő opciója volt. Ez a gazdagság azonban riasztóan múlékony: ha lezuhan a cég részvényeinek ára, opciójuk értéktelenedik. Ilyen körülmények között talpig becsületesnek kellene lenniük ahhoz, hogy elmondják az igazat arról, mi történik a vállalati bevételekkel. Nem sok ilyen vállalatvezető akad. Azok a vállalatvezetők vannak inkább többségben, akik, Alan Greenspan szavaival élve, alig várják, hogy „learathassák” a tőzsdei nyereségüket, mielőtt túl késő lesz.

Még a hatalmas vezérigazgatói fizetések mellett kiálló Michael Jensen is elismeri, hogy az óriási részvényopció-csomagok katasztrófális hatással voltak a vállalati etikára. Ha rajta múlna, mondta nekem nemrégiben, minden szokásos vezetői részvényopciót sutba dobná. Helyette a menedzserek olyan kötési vagy lejáratí áron kapnának opciókat, amely minden évben emelkedne. – Kiálltam a részvényopciók és a vezérigazgatóknak adott liberálisabb jutalmazás mellett. Most azonban már nagyon kritikusan látom, hogy mire jutottunk – mondta Jensen. – Hosszú ideje olyan helyzetben vagyunk, hogy számos cég részvényeinek túlságosan magas az ára – magyarázta. – Olyasmi ez a menedzsereknek, mint a drogosoknak a heroin. – Amikor a részvényárak túl vannak értékelve, a menedzserek bonyolult játszmába kezdenek a Wall Streettel, hogy próbára tegyék és igazolják ezeket az árakat. – Ha azonban túlságosan magasak, nem lehet igazolni őket. Ezért az ember megpróbálja kiharcolni, hogy nőjön a nyereség, s olyan beszámolókat írjanak, amilyeneket a piac látni kíván. – Valahányszor egy cég beismeri, hogy a nyeresége nem nő olyan gyorsan, mint a befektetők elvárnák, összeomlik a részvény, a menedzsmentet pedig kipellengérezik. – Ha egyszer a menedzsereket ahhoz szoktatják, hogy megbüntetik őket, ha igazat mondanak, és megjutalmazzák a hazugságukért, akkor az ilyen etikátlan viselkedés mindenféle dologra kiterjed – érvelt Jensen.

Jensen felismerése, hogy a vezetői részvényopciók visszas eredményhez vezethetnek, alaposan megkésett ugyan, az elmúlt néhány évre vonatkozó elemzésében azonban nem lehet hibát találni. Ahelyett, hogy a részvényopciók arra sarkallnák a vállalati vezetőket, hogy olyan üzleteket kössenek, amelyek a következő évtizedekre gazdagságot teremnek, rövid távú gondolkodásra ösztönözték őket, tevékenységüket a Wall Street-i részvényelemzők igényeihez igazították, és túl gyakran tette csalóvá őket a gyakorlat. A WorldCom például, az ország második legnagyobb, távolsági hívásokat bonyolító telefontársasága több milliárd dollár olyan rutinkiadást, mint a többi telefontársaságnak fizetett kapcsolási díj, tőkebefektetésnek tüntetett fel, amitől sokkal nyereségesebbnek látszott, mint valójában volt. Az újonnan induló Global Crossing, amely az Atlanti-óceánt átszelő távközlési hálózatot építette ki, száloptikás kapacitását elcserélte más távközlési társaságokéval azért, hogy hamis bevételhez jusson. Egy energiával kereskedő cég, a Dynegy, fantomkereskedéseket regisztrált ugyanabból a célból. A Xeroxot, a Qwestet és a Rite Aidet egyaránt azzal vádolják, hogy feldagasztották a bevételeiket.

E könyvelési trükkök közül egyike se derült fény mindaddig, amíg a Nasdaq össze nem omlott 2000 áprilisában, de valamennyi hasonlított azokhoz, amelyeket Schilit sorolt föl a kilencvenes években. Az Enronnál bonyolultabban ment a panamázás. A család 1997 vége felé kezdődhetett el komolyabban, amikor a hitelminősítő ügynökségeket (a Moody's-t és a Standard & Poor's-t) egyre jobban foglalkoztatta az adósság, amelyet az Enron akkor csinált, amikor gázvezetékcégből energiakereskedéssel és online-kereskedéssel foglalkozó céggé változott. Ha a hitelminősítő ügynökségek leminősítik az Enron adósságát, a részvény ára csökken, ami katasztrófális hatással lett volna a hatalmas részvényopciós csomagokra, amelyekkel gyakorlatilag a cég valamennyi felsőbb vezetője rendelkezett. Andrew Fastow, az Enron pénzügyi igazgatója azért, hogy elébe vágjon ennek a le-

hetőségnek, egy sor beruházási társulást hozott létre olyan cégekkel, mint a Chewco és az LJM1, melyeket arra használtak, hogy csökkentsek az Enron adósságát, és veszteségét az új vállalkozásokkal álcázzák. Az Enron igazgatósága által kinevezett vizsgálóbizottság a későbbiekben megállapította, hogy „az Enron és az LJM társulása közötti tranzakciók eredményeként az Enron közzétett pénzügyi eredménye több mint egymilliárd dollárral növekedett, Fastow és beruházó társai pedig az Enron rovására több tízmillió dollárral gazdagodtak”. És ami ugyanilyen fontos, a társulások elősegítették, hogy az Enron részvényára addig maradjon magasán, amíg a cég felső vezetése több száz millió dollárt be nem kasszíroz a részvényopciókon.

Jensen alaposan megvizsgálta az Enront. Egy nemrég elkészült vitaanyagban egy másik közgazdással, Joseph Fullerrel együtt kimutatta, hogy „az Enron sok szempontból rendkívüli társaság volt. Jelentős tőkével, valódi eredményekkel, lényeges újításokkal és hosszú távon ígéretes jövővel dicsekedhetett.” A cég egyetlen nagy gondja a tőzsdén túlbecsült értéke volt, amely 2001 augusztusában majdnem hétszázmilliárd dollárt ért el. Ahhoz, hogy igazolja ezt a hihetetlenül nagy számot, a Wall Street-i elemzők magasabb profitot követeltek, az Enron vezető tisztviselői pedig keresték a módját, hogyan tehetnének eleget ezeknek az igényeknek. „Ha az Enron menedzsermentje bátran és meggyőződéssel szembeszáll az elemzőkkel, és ellenáll, nehogy egy ádázul túlhajtott nyereség növekedésre kelljen koncentrálnia, a társaság elkerülhette volna a kérdéses akciókat, amelyeket azért hajtottak végre, hogy elnyerjék az elemzők és a piac tetszését” – mondta a következtetést Jensen és Fuller. – Könnyen lehet, hogy az eredmény egy alacsonyabbra értékelt, de stabil és nyereséges cég lett volna.

Ebből az érvelésből szükségszerűen következik, hogy Kenneth Lay és munkatársai nem voltak feltétlenül csalók vagy haszonlesők, mint ahogy a WorldCom, a Dynegy és a Global Crossing vezetői sem, mindannyian csupán a körülmények áldozatai. –

Fontos, hogy felismerjük, mindez nem csalók ténykedése nyomán jön létre – hangoztatta Jensen –, hanem annak eredményeképpen, hogy tisztességes emberek olyan hatásnak vannak kitéve, amelyet nem értenek meg. Ez a hatás nagyon erős, és egy jó darabig eltart. A dolog azzal zárul, hogy erkölcsös, tisztességes emberek tisztességtelen dolgokat művelnek. Nem az történt, hogy a maffia vette volna át a hatalmat a vállalati Amerika fölött. Túlságosan könnyen mondjuk – és a média csak erősíti ezt –, hogy ha valami baj történik, az azért van, mert valaki rossz ember tette, és annak a rossz embernek rosszak voltak a szándékai. Sokkal valószínűbb, hogy valamilyen rossz rendszer működött.

Jensen persze nem mondja, hogy ő és a többi közgazdász legalább részben felelős azért a jutalmazási-ösztönzési rendszerért, amely elszabadította a meggazdagodás orgiáját. Visszatekintve, Jensen és munkatársai reménytelenül naivak voltak, amikor feltételezték, hogy nem lesznek visszaélések a vezetői részvényopciókkal. Ha az elmúlt harminc év bármit is igazolt, az éppen az, hogy az amerikai vállalatvezetők kapzsisága gyakorlatilag korlátlan, éppen úgy, mint a hatalmuk, hogy a saját érdekükben működtessék a cégeket. – Amikor 1973-ban az első tanulmányomat írtam, egy nagy társaság átlagos vezérigazgatója körülbelül negyvenöt-ször annyit keresett, mint amennyi a munkások átlagkeresete volt – emlékeztettem nemrég Graef Crystal. – Amikor 1991-ben könyvet írtam, a fizetési arány száznegyvenszeres volt. Most ötszázszoros. – A részvénytársaságoknak a Reagan-korszak óta divatban lévő engedékeny szabályozása mellett a könyvvizsgálók, az igazgatótanácsok és a külső részvényesek felelnek azért, hogy korlátok közé szorítsák a vállalatvezetők önzését, de egyik csoport se váltotta be a hozzá fűzött reményeket.

Már az Enron-botrány előtt világos volt, hogy sok könyvvizsgáló nem jól végzi a munkáját. A Waste Management esetében például az Arthur An-

dersen panaszkodott ugyan a sok könyvelési trükkre, amelyhez a vállalat vezetői folyamodnak, mégis jóváhagyta a cég pénzügyi kimutatásait. Ha az Andersen másképp cselekedett volna, egyik jövedelmező klientsének elvesztését kockáztatja. 1991 és 1997 között az Andersen 7,5 millió dollárt számlázott a Waste Managementnek könyvvizsgálói díjként és 11,8 millió dollárt egyéb szolgáltatások, például adózással és szabályozási kérdésekkel kapcsolatos tevékenységek fejében. Eközben az Andersen Consulting hatmillió dollárt számlázott a Waste Managementnek, amelyből 3,7 millió „a részvényesi érték növelésének” szentelt stratégiai áttekintéssel állt összefüggésben.

Az igazgatótanácsok gyakran a felső vezetés balekjaiként végzik, akiket pedig elvben nekik kellene felügyelniük. Mint Graef Crystal évek óta hangoztatja, a tipikus amerikai igazgatótanács az elnök tíz barátjából, a látszat kedvéért egy nőből, és a látszat kedvéért valamelyik kisebbségi csoport egy képviselőjéből áll. Túl gyakran fordult elő, hogy a vezérigazgatók nagyjából meghatározták a saját juttatásaikat, az igazgatótanács meg csak ráütötte a jóváhagyás pecsétjét.

– Szerintem volt néhány mohó alak, aki azt hitte, hogy senki se figyel rá, és bármit megtehet – mondta Carl McCall, New York állami számvevője a múlt hónapban, amikor beszélgettem vele. McCall nemrég előadást tartott a New York-i Értéktőzsdén, amely egy sor reformot javasolt azoknak a cégeknek, amelyek tőzsdére akarnak menni. Ha elfogadják a reformokat, a New York-i Értéktőzsdén szereplő valamennyi cég igazgatótanácsában független igazgatóknak kell alkotniuk a többséget, és a cég három bizottságának – a könyvvizsgáló bizottságnak, a kártalanítási bizottságnak és a jelölő és irányító bizottságnak – kizárólag független igazgatókból kell állnia. (Jelenleg a könyvvizsgáló bizottság tagjainak függetleneknek kell lenniük ugyan, de még csak el se várják a cégektől, hogy legyen kártalanítási, jelölő vagy irányító bizottságuk.)

Ezeket a reformokat érdemes

megvalósítani. Paul Volcker azonban megjegyzi: Még annak a szkeptikus, ellenőrző szerepnek is van határa, amit az ember elvárhat az igazgatótanácstól. Egy sikeres cégnél a tagokban van valamiféle kollegiális érzés. A vezérigazgató nevezte ki, és alaposan befolyásolja őket mindaz, amit mond. Biztos, hogy a legjobbat tette fel róla. – Ráadásul egy vezetői csapat, amelyik elszánja magát arra, hogy csalárdul viselkedjék, rendszerint képes palástolni a csalásait. Az Enronnál a külső tagok közé tartozott egy korábbi számvitelprofesszor és egy, korábban a szövetségi energiaszabályozással foglalkozó személy, de egyikük sem volt valójában tudatában annak, mi történt a céggel, mindaddig, amíg el nem olvasták az újságokban.

A cég vezetői persze végső soron a cég tulajdonosainak, vagyis a részvényeseknek felelnek mindenért. De eleinte a részvényesek gyöngesége tette lehetővé a vezetői részvényopciók használatát, és ebben a tekintetben nem sok változás történt. A legtöbb befektető egyszerűen eladja a részvényeit, ha valami olyasmit tapasztal a cégnél, ami nem tetszik neki. Az 1990-es években még egy oka volt annak, hogy a befektetők vonakodtak megrendszabályozni a pénzügyes igazgatókat: a legtöbben ők maguk is túl mohók voltak ahhoz, hogy kétségbe vonják a megdöbentető nyereségnövekedést, amely együtt járt az emelkedő árfolyamokkal. Készségesen elfogadták azt az optimista dumát, amellyel a Wall Street és a vállalati Amerika etette őket, csak annyi szünetet tartottak, hogy ellenőrizték a Fidelitytől vagy Charles Schwabtól származó havi kimutatásait. Csak a buborék kipukkanása után fedezték fel döbbenet, hogy számos terv, amelyre vevők voltak, illuzórikusnak bizonyult, és hogy néhány vállalatvezető tisztességtelenül viselkedett.



És mi a helyzet mostanában? A nyár elején Hank Paulson, a Goldman, Sachs Csoport nyilvánosságkerülő elnök-vezérigazgatója azzal lepte meg a Goldman számos bankárját,

hogy megjelent Washingtonban a Nemzeti Sajtóklubban, és leszólta néhány vezérigazgató társát, épp azokat az embereket, akikkel a saját cége is üzletel. Soha életében, jelentette ki Paulson, nem volt még az amerikai üzleti vezetőknek ilyen rossz a hírük, és, tette hozzá, a tüzetes vizsgálódások zömét meg is érdevelték. Amikor néhány hete utolértem Paulsont, azt mondta, hogy a vállalati visszaélések körüli médiaőrület és politikai felzúdulás a novemberi kongresszusi választásokig fog tartani, utána viszont némi csöndre számít. – Komolyan hiszem, hogy több jól irányított cég van az Egyesült Államokban, mint bárhol másutt a világon – mondta. – Világos, hogy az USA gazdasága nem elsősorban Enronokból és WorldComokból áll, ők csak rávilágítottak a rendszer hibáira. – Egy sor esetben uralkodóvá vált a mohóság – tette hozzá –, de annak a nagy részét, ami történt, nem lehet egyszerűen mohósággal magyarázni. – A mohóság nem teremtett vágyat a beruházókban a nyereség állandó növekedése iránt, nem hozott létre értéktözsdei buborékot vagy laza számviteli szabályokat. Most, hogy végre foglalkozni kezdtek ezekkel a kérdésekkel, Paulson is reménykedni kezd: – Valóban azt hiszem, hogy hamarabb kimászunk ebből a helyzetből, mint sokan gondolnák. És azt gondolom, hogy annak köszönhetően, amin keresztülmentünk, erősebben is kerülünk ki belőle.

Az optimistáknak még akár igazuk is lehet, ha megvalósul néhány reform. Akadnak azonban csüggesztő jelek is. Továbbra is túl sok cég vonakodik megbántani a befektetőket azzal, hogy elmondja nekik az igazat pénzügyeivel kapcsolatban; a kormány még nem kényszerítette rá a cégeket, hogy hozzák nyilvánosságra az általuk kibocsátott részvényopciók valódi költségeit; és sem recesszió, sem botrány nem vetett véget annak a vállalati gyakorlatnak, hogy gigantikus opciócsomagokat juttatnak a vezérigazgatóknak. 2001-ben a Pearl Meyer & Partners szerint Amerika kétszáz legfőbb vezérigazgatójának több mint a fele hatalmas értékű opciókhoz jutott, melyeknek átlagos értéke több mint ötvenmillió dollár.

Gyakorlatilag valamennyit rögzített kötési vagy lejáratí áron kaptak. Az indexált opciók, bár egyre jobban terjednek Nagy-Britanniában és Európa más részein, még mindig ritkák az Egyesült Államokban.

Egy hatékony ösztönzési rendszer azért jutalmazza az embereket, ha megfelelően irányítanak. Ha a suszter több cipőt javít meg, megérdemli a pluszfizetséget, amit érte kap. Ha a baseball-játékos pontosabban üt, magasabb fizetést érdemel. Ha a menedzser átszervezi és eredményesebben működteti a céget, ő is több pénzt érdemel, csakhogy a részvényopciók nem alkalmasak a teljesítmény mérésére, mivel értéküket nem lehet ellenőrizni. A befektetők határozzák meg egy-egy cég részvényeinek az árát, ők pedig gyakran olyan értékeléshez folyamodnak, amelynek több köze van a tömegpszichózishoz, mint annak az ésszerű elemzéséhez, milyen az adott cég üzletmenete. Egy vezérigazgató döntései sokszor csak nagyon távoli kapcsolatban állnak a cég részvényeinek a viselkedésével. Még azok a részvényopciók is, amelyeket a tág piaci átlaghoz, például az S. & P. 500 indexéhez kötnek, ettől a gyengeségtől szenvednek. Ha a Közel-Keleten háború tör ki, az Exxon és a Chevron vezérigazgatói azt tapasztalják, hogy részvényopcióik értéke magasan szárnyal, mert a befektetők minden olajkészletnek fölverik az árát.

A menedzsereket azért kellene fizetni, hogy a cégük minél jobban kiszolgálja a vevőket, nem pedig azért, hogy a befektetőknek segítsenek a részvényeket felülértékelni. – Emelkedő piacon a jó, a rossz és a csúf egyaránt jól jár – magyarázta nekem Volcker. – Zuhanó piacon viszont mindenki rosszul jár. És nem arról van szó, mintha mindenki zseni lenne, ha hossz van, és tőkfeje, ha bessz. Ekkor is, akkor is az emberek ugyanazok. – Miután sokat töprengt a dolgon, Volcker arra jutott, hogy ideje megszüntetni a részvényopciókat. – Súlyosan vissza lehet élni velük, és szinte leküzdhetetlen kísértést jelentenek – mondta. – Úgy gondolom, meg kellene szabadulnunk tőlük.

Volckernek bizonyára igaza van. És a vezérigazgatói fizetések megrefor-

málása is része kellene, hogy legyen egy tágabb programnak, amelyben a kapitalizmust megvédik a kapitalistáktól. Az 1930-as években Franklin D. Rooseveltt felismerte, hogy a rendszer nem az utcai tiltakozók fenyegetik a leginkább, hanem maguk a cégvezetők, akiknek mohósága és önzése aláássa a közmegegyezést, amelytől végső soron függeniük kellene. A vezérigazgatókat legalább kétféle módon lehetne megfékezni. Németországban a legtöbb nagy cégnek kettős vezetői tanácsa van: egy igazgatótanács, amely a cég napi irányításával foglalkozik, és egy felügyelőtanács, amely a felső vezetés tetteit ellenőrzi. A vezérigazgató rész sem vehet a felügyelő bizottság ülés-

sein. Nagy-Britanniában az elnök és a vezérigazgató posztja rendszerint kettéválik, tehát a társaság élén két erős ember áll, akik szemmel tudják tartani egymást. Az amerikaiak gyakran feltételezik, hogy az ő vállalatirányítási rendszerük a legjobb a világon, pedig volna mit tanulniuk mások gyakorlatából is. Itt az ideje, hogy lerombolják a mindenható vezérigazgató mítoszát. A hatékony vezetés a vállalati siker egyik, de korántsem egyetlen forrása: a cégtörténet, a verseny és a szerencse szintén döntő szerepet játszik benne. És a legtöbb vezérigazgató messzemenően pótolható.

Mostanában a WorldCom és az Adelphia Communications vezérigazgatói parádézhatnak bilincsből a kame-

rák előtt. Paulson és Volcker azt mondta nekem, hogy visszatérőként találja ezeket a képeket. Lehet, hogy azok voltak, de hasznos üzenetet küldtek a többi vezérigazgatónak: a tőzsdén jegyzett részvénytársaságok társadalmi szervezetek, amelyeknek társadalmi felelősségük van. Ha nem veszik figyelembe ezt az üzenetet, a düh a Kenneth Lay és a hozzá hasonló vállalati csirkefogók miatt fokozatosan el fog halványulni, és – ha a gazdaság és az értéktőzsde magához tér – a kapzsiságciklus újra beindul.

JOHN CASSIDY

Fordította: Lorsch Katalin

Századvég, 27. szám

Átalakulás

Valuch Tibor: A történeti parasztság változásai az 1960-as években

Gondolkodók

Bauer Tamás Péter: Nyugati büntudat és a harmadik világbeli szegénység

Bauer Tamás Péter: Népeségrobbanás: mítosz és valóság

Szándék-ok

Letenyei László–Takács Károly: Önpusztító jóslat

Miért veszítheti el a közvélemény-kutatások szerint népszerűbb párt a demokratikus választásokat?

Lát-lelet

Tóth Olga: A családon belüli, partner elleni erőszak

Századvég-szövegelő

Kerekasztal-beszélgetés a megbocsátásról

(Balázs Zoltán, Czeglédi András, Losonczy Péter, Mezei Balázs, Trencsényi Balázs)

