

ANDREW G. HALDANE

Ellenőrzési jogosultságok (és jogtalanságok)¹

BEVEZETŐ

Öröm és megtiszteltetés számomra, hogy az idei Wincott-előadást én tarthatom meg.

A bankok különleges vállalatok; ez megmutatkozik tulajdonosi struktúrájukban, belső igazgatási rezsimjükben és szabályozásukban is. E speciális státusznak néha furcsa következményei vannak. Ilyen például a kockázat és a hozam historikus eloszlása a bankszektorban. Egy évszázadon keresztül mind a kockázatok, mind a hozamok magasak voltak. Ám miközben a kockázatot a társadalom egésze viselte, a hozam a bank részvényeseinek és menedzsereinek zsebébe vándorolt.

Az elmúlt két évtized jól szemlélteti ezt a megbomlott egyensúlyt. 1989-ben az Egyesült Államok hét legnagyobb bankjának első számú vezetője átlagosan 2,8 millió dollárt keresett. Ez csaknem százszorosa az amerikai medián háztartás jövedelmének. 2007-re, a boom tetőpontján a legnagyobb amerikai bankok első számú vezetőinek jövedelme tízszeresére növekedve 26 millió dollárt tett ki. Ez ötszázszorosa az amerikai medián háztartás jövedelmének.² Meglehetősen magas hozamnak nevezhető, bármilyen mércével mérjük is.

Ám következésképpen a kockázatok is magasak voltak. A globális bankok részvényeseinek áresése azt eredményezte, hogy ezek a részvények reálértékben az 1990-es évek elejének a szintjére kerültek. És nem csupán a befektetők nyalogatják sebeiket, de a globális gazdaság is. A globális bankrendszer számára nyújtott, átmeneti segítség a válság idején a GDP egynegyedének megfelelő összegben tetőzött. E pillanatban még csak számolgatjuk, hogy mennyi lehet a tartós kár, amit a világ GDP-je elszenvedett, de biztosan az előző összeg többszöröse.

A kockázat és hozam eloszlásának e furcsaságai mélyen gyökereznek, és régóta kísérnek minket. Az elmúlt százötven éves időszak során hullámokban jelentkeztek, eredetük pedig a 19. század közepén végrehajtott reformokban keresendő, amelyek célja a tőke költségeinek csökkentése volt. A 20. század folyamán aztán ezek a furcsaságok alaposan felszaporodtak, amikor megjelentek azok a pénzintézetek, amelyek túl nagygyá váltak, hogy csődjük megengedhető legyen (*too big to fail*). A 21. század folyamán pedig a befektetők és a menedzsment rövid távú szemlélete oda vezetett, hogy ezek a hullámok immáron egy cunami méreteivel

1 A cikk a Wincott Éves Emlékelőadáson (Westminster, London, 2011. október 24.) elhangzott *Control rights (and wrongs)* című előadás magyar változata. Az emlékülés teljes anyaga elérhető online a www.bankofengland.co.uk/publications/speeches címen.

A szerző álláspontja nem feltétlenül egyezik meg a Bank of England vagy a Financial Policy Committee álláspontjával. Köszönettel tartozom *Evangelos Benos, Fergus Cumming, Jonathan Grant, Sam Harrington, John Lane, Iryna Kaminska, Priya Kothari, Fiona Mann, Vasileios Madouros, Roland Meeks, Joseph Noss, Peter Richardson, Victoria Saporta, Rhiannon Sowerbutts, Mervyn Tang, Matthew Willison* és *Peter Zimmerman* értékes megjegyzéseiért és közreműködéséért.

2 Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma (2011)

vetekedtek. 2007-ben ez a hullám brutális következményekkel tört ránk, amelyek mind a mai napig sújtanak bennünket.

A bankszakma ezen évszázados evolúciója érthető okok miatt következett be; igazán senkit nem nevezhetünk meg „felelősként”. Ám azért felszínre hozott egy rejtett hibát a belső irányítási rezsimben. A tulajdonosi és ellenőrzési jogokat a részvényesek gyakorolják. Ám a bankok esetében a tőke a mérlegfőösszeg elenyészően csekély része. A helyzet azonban még ennél is rosszabb; a tőketulajdonos ösztönzése, hogy kockázatot vállaljon, gyakran lényegesen eltér a bank működésében érdekelt, többi szereplő érdekeitől, a társadalom egészének érdekeiről nem is beszélve. Erre az ellentmondásra gondolunk, amikor a privatizált hozamok és a társadalmisított kockázatok közötti, felborult egyensúlyról beszélünk. A bankszakma az egyetlen, ahol az ellenőrzési jogosítványok és az ösztönzés hibái ennyire kínos kombinációt alkotnak.

Ez a helyzet alapvető reform után kiált. A válságot követően ez a felismerés meg is születtett, ennek nyomán gyorsan és nagy számban fogadtak el reformokat a szabályozás terén. E reformok kétségtől egy jó irányba tett lépésnek tekinthetők. De ha azt akarjuk, hogy a bankszakmában az ösztönzés területén meglévő, mélyen gyökerező problémák ne újuljanak ki, akkor a dolgokat a gyökerüknél kell megragadnunk. Mondanivalóm lényege: addig nem állíthatjuk, hogy a feladatot maradéktalanul elvégeztük, amíg ezeket az ösztönzőket nem lehet megfelelőképpen összehangolni a közjával.

KORLÁTOLT FELELŐSSÉG

A 19. század első felében a banküzlet és a bankok belső irányítási rezsimje viszonylag egyszerű volt. A 19. század közepére Nagy-Britanniában 500 bank és 700 *building society* (a lakástakarékszövetkezet brit megfelelője – *a ford.*) működött. A bankok többsége olyan társaságként működött, amelyben a tulajdonos partnerek korlátlan felelősséget viseltek a társaság kötelezettségeiért, míg a *building society*-k szövetkezeti formában jöttek létre, amelyek a tagok tulajdonában voltak.³ A pénzügyi szektor aktívái az éves GDP-nek kevesebb, mint 50%-át tették ki, a legnagyobb bank aktívái esetében ez a szám nem érte el a 5%-ot.

A banki mérlegek rendkívül biztonságosak voltak. A tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott tőke gyakran a kötelezettségek felét adta, míg a készpénz és likvid eszközök – ugyancsak nem ritkán – az eszközök akár 30%-át is elérhették. A bankszakmát ebben az időben alacsony koncentráció, alacsony tőkeáttétel és magas likviditás jellemezte. Lényegében hasonló jellemzőkkel lehetett az Egyesült Államok és Európa bankrendszerében is találkozni.

Ez az irányítási rezsim és a mérlegszerkezet kölcsönösen jól illeszkedett egymáshoz. A korlátlan felelősség okán az ellenőrzési jogokat olyan befektetők gyakorolták, akik egész személyes vagyonukat kockára tették. Ez erőteljes ösztönzést jelentett arra, hogy a bank óvatosan bánjon a betétesek pénzével. Erről leginkább a mérleg eszköz-forrás összetétele tanúskodott. A piac különösebb rendszer nélkül, de hatékonyan kényszerítette ki a fegyelmet.

A helyzetet tovább javították azok a prudenciális biztosítékok, amelyeket a piaci gyakorlat alakított ki. Egy bank igazgatói megakadályozhatták a részvények átruházását, ki

³ Cleary (1965), Collins (1988)

zárva a partnerek közül azokat a tulajdonosokat, akik nem rendelkeztek elég vagyonnal a kockázatvállaláshoz. A részvényesek kötelezettségei azután is érvényben maradtak, hogy részvényeiket átruházták. Ez a rendszer szigorú ellenőrzést jelentett a részvényesekre nézve, akik aztán ezt a menedzserek ellenőrzésére használták. A menedzserek sakkban tartották a részvényeseket, azok pedig a menedzsereket. Ilyen módon a 19. századi bankmodell jól elrendezte a kockázatvállalással kapcsolatos ösztönzőket.

Ám a globális környezet változni kezdett. A 19. század első felében a gazdag országoknak egyre több tőkére volt szükségük, hogy infrastrukturális beruházásaikat, köztük a vasútépítést finanszírozzák. Mindaddig, amíg a bankok tőkéjét a korlátlan felelősséget viselő, kevés számú partner adta össze, a hitel mennyisége is korlátozott maradt. 1826-ban az Egyesült Királyságban eltörölték a maximum hat partnerre vonatkozó korlátozást, lehetővé téve, hogy a bankok részvénytársasági formában működjenek. A tulajdon és az ellenőrzés immáron nem ugyanannak a személynek a kezében összpontosult.

Ám a nyomás a további lazítás érdekében tovább fokozódott. A következő célpont a korlátlan felelősség volt. *William Clay* angol parlamenti képviselő szerint „*a korlátlan felelősség többnyire elriasztja a tehetős, intelligens és tiszteletre méltó embereket attól, hogy partneri vagy menedzseri pozíciót vállaljanak.*”⁴ A részvényesi fegyelem túlságosan hatékonyan fékezte a kockázatvállalást. Az egyik kézenfekvő megoldásnak a részvényesi kötelezettségvállalás korlátozása tűnt. Ez, gondolták akkortájt, szélesítheti a befektetői bázist, egyszerűsíti a gazdagabbá is teheti őket, ami elhárítja az akadályokat mind a tőke, mind a hitel bővülése elől.

Az Egyesült Államokban viszonylag hamar bevezették a korlátolt felelősség intézményét, Connecticut és Massachusetts államok már 1817-től beiktatták az ezt szabályozó törvényeket. A szomszédos államok hamarosan követték az úttörők példáját. Bár a korlátolt felelősség intézménye Európa különböző régióiban a 17. századtól kezdve létezett, csupán a 19. század második felétől terjedt el széles körben. Nagy-Britanniában az 1855. évi, illetve 1866. évi törvények a korlátolt felelősségről, illetve a részvénytársaságokról hozták meg az áttörést.⁵

Érdekes módon, a bankszakma lassan reagált ezekre a változásokra. Az első időkben a korlátolt felelősség intézménye nem örvendett túlzott népszerűségnek. A bankárok a jelek szerint előnyben részesítették a korlátlan felelősséget, amely egyfajta biztosítási kötvénynek tűnt a betétesek számára – az óvatos üzletvitel jelképének. „*A betétes szívesebben bízza a pénzét olyan bankra, amelynek részvényeseiről tudja, hogy azok utolsó fillérükig helytállnak.*” Ez a nyilatkozat egy korabeli bankár szájából hangzott el.⁶

Ám a bankvilágban folytatódtak a támadások a korlátlan felelősség intézménye ellen. *Walter Bagehot* úgy vélte, hogy az intézmény előnyei a kockázatok szempontjából illuzórikusak, minthogy a legtöbb részvényesnek nincs is sokkal több vagyona, mint az a bizonyos „utolsó fillér”. Bagehot úgy vélte, hogy a korlátlan felelősség intézménye kitermeli a maga ösztönzési problémáját: a gazdagok személyükben túl sok kockázatot vállalnak az ellenőrzés megszerzése érdekében, ami gyengíti a befektetési hajlandóságot (Bagehot [1873]).

4 Turner (2009)

5 Hickson és Turner (2005)

6 Turner (hangfelvétel)

A City of Glasgow nevű bank 1873-as összeomlása Bagehot álláspontját erősítette a vitában. Bizonyos értelemben ez a csőd a korlátlan felelősség intézményének erejét igazolta: egyetlen betétes sem vesztett a pénzből. Ám a részvényesek 80 százaléka tönkrement, sokan közülük földönfutókká váltak. Ahogy az *Economist* korabeli szerzője megjegyezte, „legtöbb bankunk részvényesi könyvében nagy – szinte hihetetlenül nagy – számban szerepelnek hajadonok és özvegyek”.⁷ Bagehotnak az ösztönzést illető felvetése megalapozott volt. A publikum és a törvényhozás véleménye hamarosan megváltozott.

Az 1879. évi társasági törvény felgyorsította az áttérést a korlátolt felelősségre. 1849 és 1889 között a korlátlan felelősséggel működő bankok száma kétfőre csökkent.⁸ Még ilyen körülmények között is fennmaradtak a korlátlan felelősség bizonyos előnyei, és így a részvények átruházásával kapcsolatos korlátok. A korlátlan felelősség helyébe a brit bankok bevezették a kiterjesztett felelősség intézményét. Ez a mostani a feltételes tőkeemelés intézményének akkori megfelelője volt.

A kiterjesztett felelősség jellemzően két elemet tartalmazott – az ún. tartalékkötelezettséget és a be nem fizetett tőke intézményét. Az első értelmében a részvényesek csőd esetén kötelesek voltak további tőkét biztosítani. 1884-re a brit bankok nagyjából a befizetett tőke háromszorosának megfelelő mértékében rendelkeztek tartalékkötelezettséggel.⁹ Ez egészében véve azonos helyzetbe hozta őket az amerikai bankokkal, amely utóbbiak 1883-ban az ún. kettős kötelezettség rendszerét vezették be.¹⁰

A tartaléktőkét növelte a befizetetlen tőke. Ezt a csőd előtti helyzetben vehették igénybe a bank menedzsmentjének belátása szerint. 1878 és 1913 között a brit bankok alaptőkéjüket meghaladó összegben rendelkeztek befizetetlen tőkével (*Grossman és Imai* [2011]). A tartalékkötelezettség és a befizetetlen tőke komoly, feltételhez kötött tőkét biztosított még a korlátolt felelősség intézményét alkalmazó bankok számára is – a bankok összes passzívájának a felét tette ki.

Mivel nagy pénzről volt szó, a kiterjesztett kötelezettség intézménye garantálta, hogy a részvényesek és a menedzsment továbbra is óvatos legyen. Az ösztönzés, hogy a kockázatra megfelelő figyelmet fordítsanak, továbbra is erőteljes maradt, a kockázatvállalási hajlandóság pedig mérsékelte. Az Egyesült Államok esetében az olyan államokban működő bankok mérlegei, amelyekben magasabb kiterjesztett kötelezettség volt érvényben, jellemzően alacsonyabb kockázatot tartalmaztak (*Grossman* [2001]). Ugyanez volt a helyzet a nagyobb befizetetlen tőkével működő brit bankok esetében is (*Grossman és Imai* [2011]).

Egy darabig úgy tűnt, a kiterjesztett kötelezettség intézménye megteremti az ésszerű egyensúlyt a kockázatvállalás terén. Ám a 20. századba lépve, az egyensúly ismét felbillebben volt. A bankszakma konszolidációs szakaszba került. 1825 és 1913 között az angol és walesi bankok száma 600-ról 70-re csökkent.¹¹ Ahogy a bankszakma szerkezete igazodott az új helyzethez, a részvényátruházási korlátok intézménye gyakorlatilag alkalmaz-

⁷ *Economist* (1879)

⁸ Acheson és tsai (2010)

⁹ Acheson és tsai (2010)

¹⁰ Macey és Miller (1992)

¹¹ Collins (1988)

hatatlanná vált. Mintegy a jelenkor problémáinak előfutáraként, az érv az volt, hogy ezek a nagyobb intézmények könnyebben csökkentik kockázataikat a diverzifikáció révén.

A kiterjesztett kötelezettség intézménye nem bizonyult hatékonynak a banksődök kezelése terén. Válság idején a tőkeopció alkalmazása nem csökkentette, hanem növelte a pánikot. A Bank of England kormányzója szerint „*manapság egy bank válsága esetén nem hívhat le addicionális tőkét a részvényeseitől anélkül, hogy ne súlyosbítaná a válságot*” (Turner [2009]). 1930 végére mindössze hat bankban működött a kiterjesztett kötelezettség intézménye.

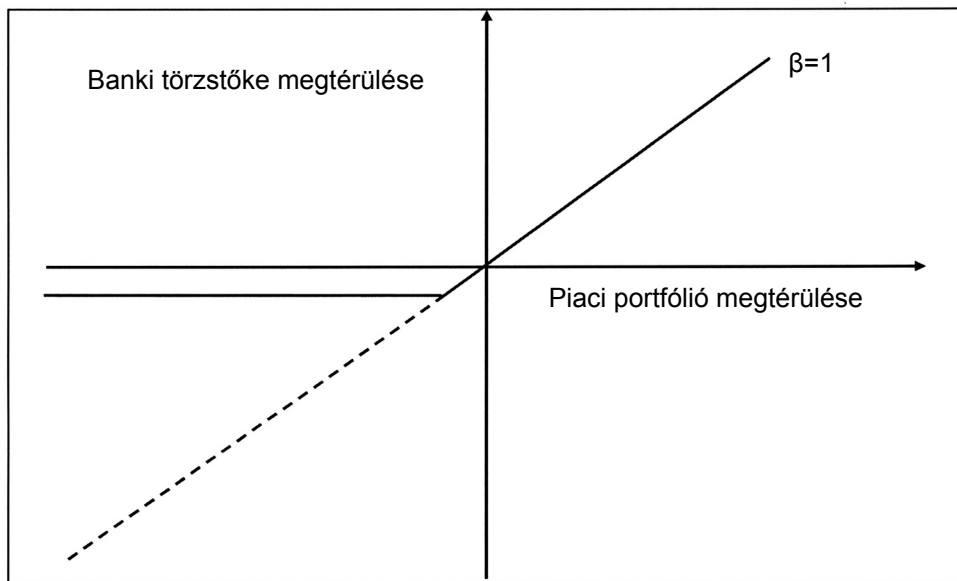
Az Egyesült Államokban hasonló folyamatok játszódtak le. A nagy gazdasági világválság idején rendszerszerűen bekövetkezett banksődök bizonyítékul szolgáltak arra, hogy a kiterjesztett kötelezettség nem alkalmas a betétesek védelmére. Nagy-Britanniához hasonlóan, itt is sokan úgy vélték, hogy a részvényesekhez intézett, pótlólagos befizetési felszólítás csak ront az amúgy is rossz helyzeten. Ezt az intézményt gyorsan felváltotta az 1934-ben bevezetett szövetségi betétbiztosítási rendszer. Miután a kiterjesztett kötelezettség intézménye hamvába holt, a részvényátruházási korlátozásoknak sem maradt sok értelme.

Így aztán az 1930-as évekre a bankok belső irányítási rezsimje és mérlegének szerkezete nyomokban sem emlékeztetett az egy évszázaddal korábbira. A tulajdon és a kontroll békében elvált egymástól. A tulajdon immáron a részvényesek széles körét illette meg, akiket semmilyen korlátozás nem kötött részvényeik átruházása során, és megőrizhették anonimításukat is. A tartaléktőke nagyrészt elpárolgott.

A 20. század későbbi éveiben aztán ezek az irányítási- és mérlegjellemzők terjedtek el az egész pénzügyi közvetítőrendszerben. Az 1990-es évek folyamán a nagy, globális befektetési bankok többsége is feladta zártkörű partneri státuszát, és korlátolt felelősségű, nyilvános társasággá alakult át. A Nagy-Britanniában szövetkezeti formában működő *'building society'*-k többsége szintén nyilvános részvénytársasággá alakult át. A megfontolás hasonló volt az egy évszázaddal korábbihoz – megszabadulni a mérleget gúzsba kötő korlátoktól. A 20. század végére a részvénytársasági forma vált uralkodóvá.

Hogyan befolyásolták az irányítási rezsim ezen változásai a bankok kockázatvállalására ható ösztönzőket? A pénzügyi elmélet e tekintetben csodálatra méltóan egyértelmű. Például alkalmazhatjuk azt az eljárást, amelyet a korlátolt felelősség intézményének bevezetése után egy évszázaddal dolgoztak ki – a Nobel-díjas *Robert Merton*-féle feltételes követelések modelljére (1974) gondolunk. E modell szerint egy korlátolt felelősségű társaság tőkéjének értéke meghatározható úgy, mint a vállalat eszközeire kiírt vételi opció, ahol a kötési árfolyam megegyezik a vállalat kötelezettségeinek értékével.

Banki törzstőkehozam-profil



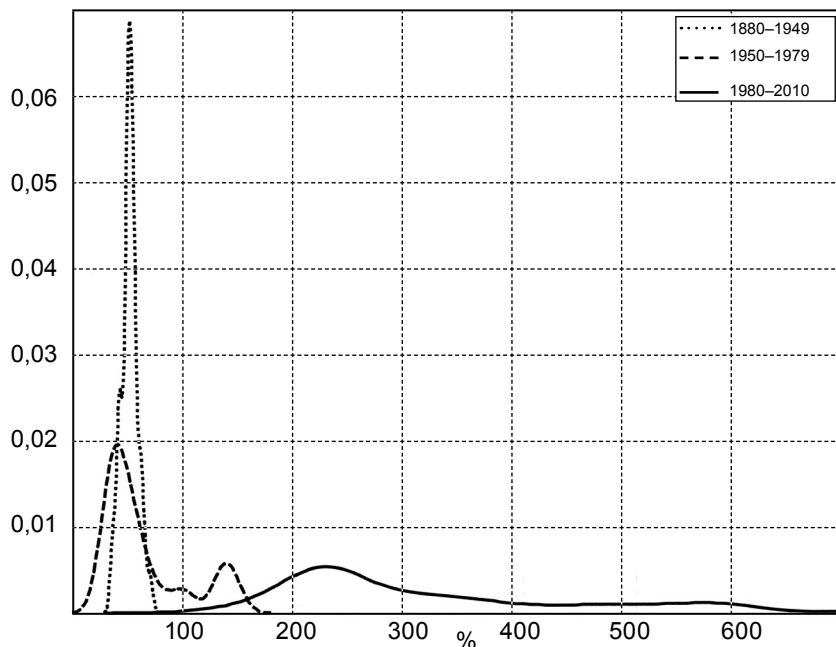
Az 1. ábra bemutatja, hogyan működik egy ilyen opciószerű hozam, amikor valaki egy feltételezett bank részvényét birtokolja. Egy vállalat bétája azt fejezi ki, hogy a cégérték hogyan mozog a piac egészéhez képest. Számszakilag egy bank tőkéjének bétája az eszközök bétájának és a bank tőkeáttételének szorzata.¹² Ily módon tehát feltételezve, hogy az eszközbéta 0,1 és a tőkeáttétel 10, a bank tőkéjének bétája 1,0 lesz. A bank tőkéje utáni hozam és a piac egésze utáni hozam a koordinátarendszerrel 45%-os szöveget bezáró egyenesen helyezkednek el, feltéve, hogy a hozamok pozitív számok. Ám ha a piaci hozam veszteségbe fordul, a hozam a bank tőkéje után nem mozog vele együtt, hiszen a korlátolt felelősség jelenti a veszteség felső határát.

Ez az aszimmetrikus hozameloszlás érdekes dolgokra ösztönöz. A tőkeopció értékét növeli a bank eszközeinek volatilitása. Miért? Azért, mert a volatilitás megnöveli az elérhető nyereséget anélkül, hogy növelné a veszteség mértékét. Ha a bankok a részvényesi érték növelésére törekednek, ezt úgy érhetik el, hogy egyre nagyobb és egyre kockázatosabb üzletekbe fognak. A korlátolt felelősség mellett a részvénytársasági formában működő bank feletti tulajdonosi rendelkezés egy volatilitást megjátszó spekuláns kezébe kerül.

¹² Feltéve, hogy adósságának bétája nulla, például a betétbiztosítás megléte miatt.

1. diagram

Az eszköz-GDP ráta becsült megoszlása az Egyesült Királyság bankjaiban



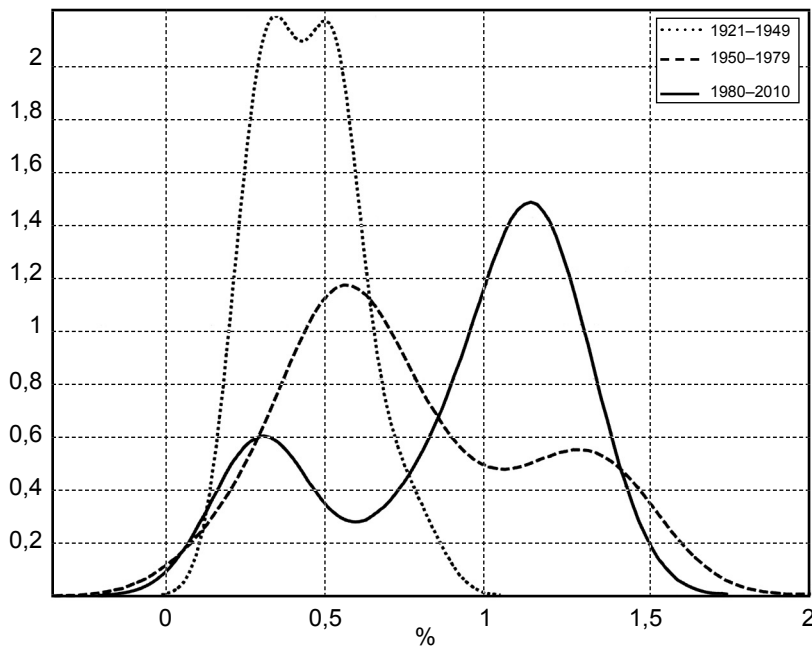
Forrás: Sheppard, D. K (1971) és Bank of England

- (a) Az 1974 előtti adatok forrása Sheppard, D.K (1971). Az Egyesült Királyság bankszektorának eszközdefiníciója 1966 után tágabb, de ugyanazt a növekedési profilt kapjuk akkor is, ha mindvégig a szűkebb definíciót alkalmazzuk.
- (b) Az 1974 utáni adatok magukban foglalják az Egyesült Királyság devizabelföldi bankjainak összes eszközét a Bank of England adatai alapján. Az adatok a Bank of England kibocsátási osztályának és eszközbeszerzési létesítményének eszközeit nem tartalmazzák.

Megjegyzés: A becsült sűrűségek az általános kernelfüggvényre és az egyes részmintákban tett, számos megfigyelésre alapulnak.

Hogyan reagál egy spekuláns az ilyen ösztönzőkre? Az 1. diagram a brit bankrendszer összes eszközének a GDP-hez viszonyított arányát mutatja 1880-tól kezdve időklaszterek szerinti bontásban. Összességében ezen időszak alatt ez az arány durván a tízszeresére emelkedett; a legmagasabb pontján a GDP-nek jóval több, mint 500%-a volt. Más fejlett országok hasonló, bár kevésbé drámai számokkal rendelkeznek. Ez az a „nagy kockázat” stratégia, amely a gyakorlatban magasabb tőkearányos nyereséget eredményez.

Az eszközmegtérülések becsült megoszlása az Egyesült Királyság bankjaiban



Forrás: Capie, F. és Billing, M. (2004), BBA és banki számítások.

Megjegyzés: A becsült sűrűségek az általános kernelfüggvényre és az egyes részmintákban tett, számos megfigyelésre alapulnak. A mintában 1967-ben, majd 2010-ben definícióváltozás következett be.

Historikusan bizonyítható, hogy a „nagy kockázat” stratégiát valóban alkalmazták a nagyobb hozamok elérése érdekében. A 2. diagram a bankok eszközarányos nyereségét mutatja, ismét időklaszterek szerinti bontásban. A banki átlagos eszközarányos nyereség évi 0,5-1% körül alakult. Ám a hozamok szórása rendkívüli módon megnövekedett. Az eszközarányos hozamok a 20. század végén két és félszer volatilisabbak voltak, mint annak elején.

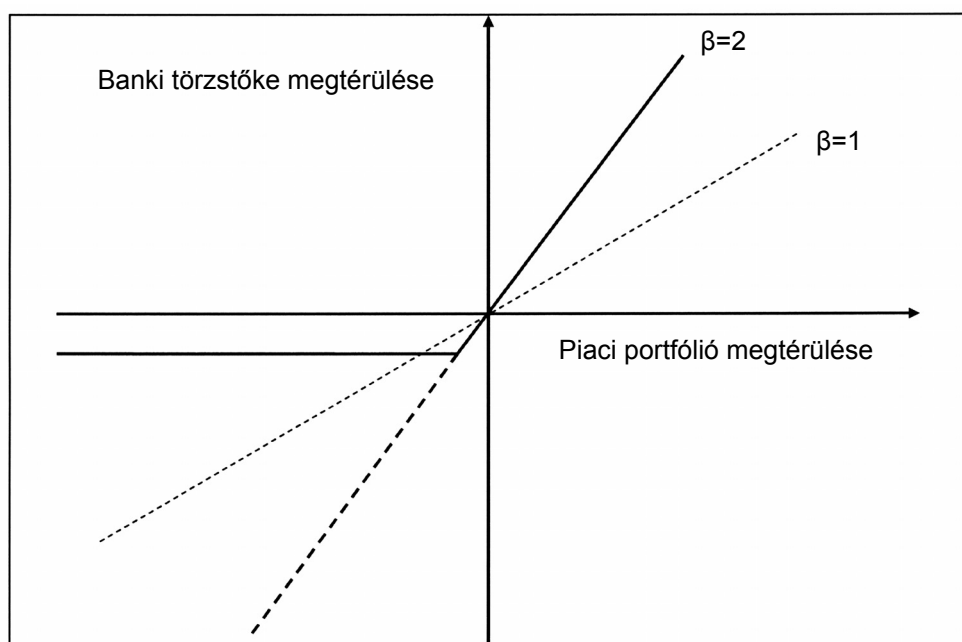
Ez a bizonyíték valóban csupán közvetettnek nevezhető. Ám egyértelműen jelzi, hogy a bankok annak függvényében vállaltak egyre nagyobb kockázatokat, ahogy a korlátlan felelősség fegyelmző ereje fokozatosan elgyengült. Másképpen szólva, a bankszektor historikus fejlődése tökéletesen összhangban van a Merton-féle elméleti modellel.

IDEGEN FORRÁSOK ÉS ADÓK

Van egy második, az előzőnél még egyszerűbb módja a tőkehozamok növelésének. Ez pedig a mérlegfőösszeg növelése. A megnövekedett tőkeáttétel közvetlen hatással van a bank bétájára. Például, ha a tőkeáttételt 10-ről 20-ra növeljük, sokkal meredekebb megtérülési görbét kapunk (2. ábra). A megtérülések így módon még inkább asszimmetrikusak. A tőkeáttétel lehetővé teszi, hogy a részvényes profitáljon abból, ha a piac emelkedik, de továbbra sem szenved veszteséget, ha a piac esik. A Merton-modellt követve, ez a stratégia növeli a részvényesi értéket.

2. ábra

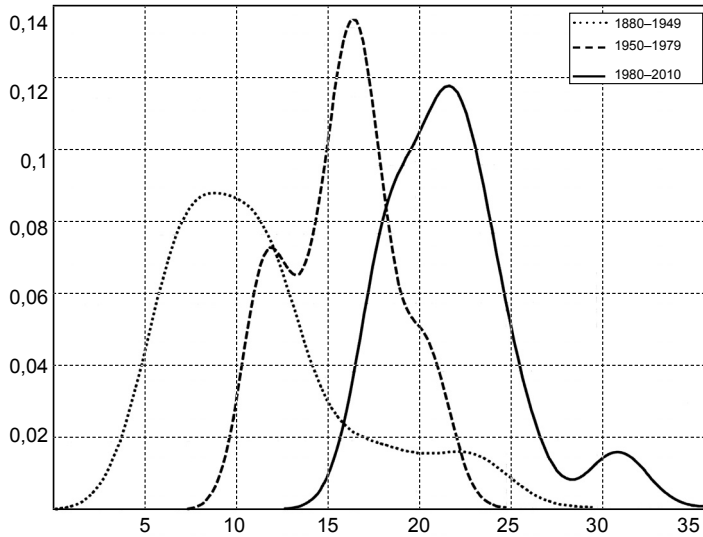
Banki törzstőkehozam-profil magasabb tőkeáttételi mutató esetén



Hosszabb történelmi időszakot áttekintve, bizonyítékok láthatunk arra, hogy a bankok valóban éltek a tőkeáttétel növelésének eszközével. A 3. diagram bemutatja a brit bankok tőkeáttételét 1880-tól kezdve. Ahogy a korlátlan felelősség intézménye lassan kihalt, a tőkeáttétel a 19. század közepén megfigyelt 3-4-szeres szorzóról a század végére 5-6-szorosra emelkedett. Azt követően, hogy a kiterjesztett kötelezettség intézménye megszűnt, a tőkeáttétel a 20. században is tovább emelkedett, tetőpontját a 30-as szinten érte el, vagy akár még afölött is.

3. diagram

A tőkeáttételi mutató becsült megoszlása az Egyesült Királyság bankjaiban

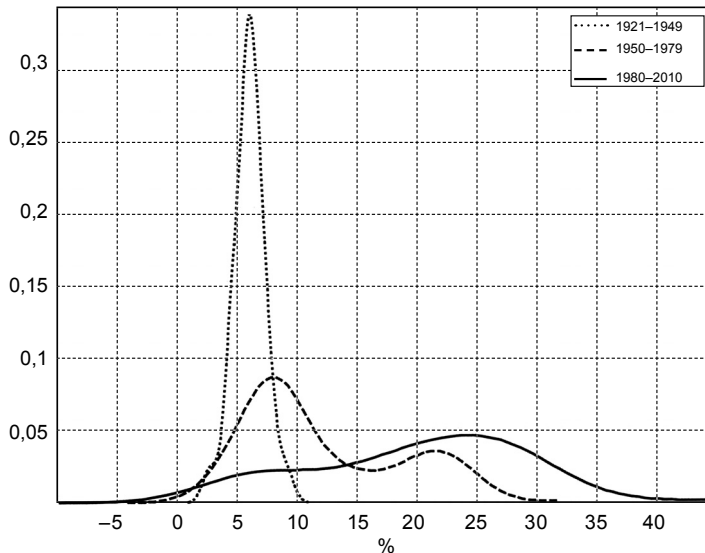


Forrás: Capie, F. and Billing, M. (2004), BBA, Bank of England és banki számítások

Megjegyzés: A becsült sűrűségek az általános kernelfüggvényre és az egyes részmintákban tett, számos megfigyelésre alapulnak.

4. diagram

A sajáttőke-megtérülési ráta becsült megoszlása az Egyesült Királyság bankjaiban



Forrás: Capie, F. és Billing, M. (2004), BBA és banki számítások.

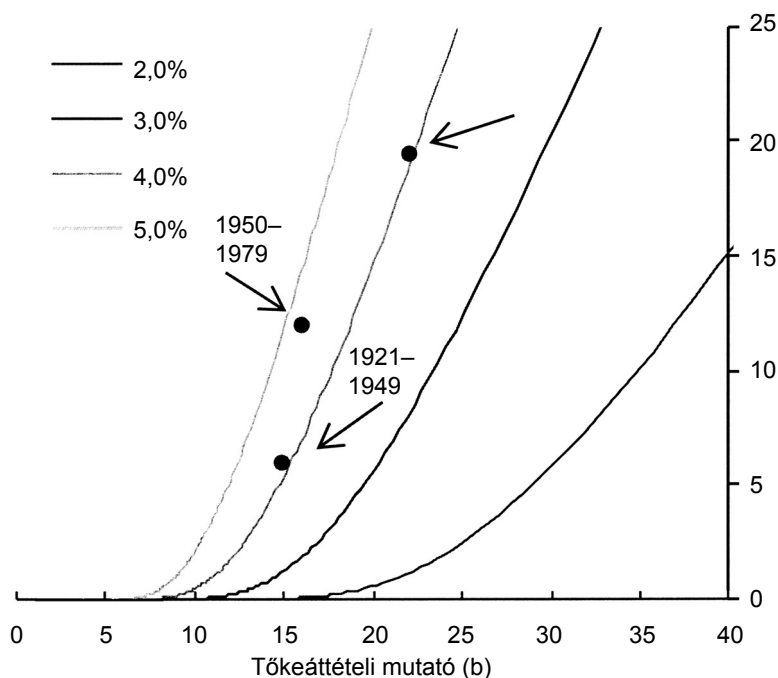
Megjegyzés: A becsült sűrűségek az általános kernelfüggvényre és az egyes részmintákban tett, számos megfigyelésre alapulnak. A mintában 1967-ben, majd 2010-ben döntő változás figyelhető meg.

Még nyilvánvalóbban látszik ez a tőkeáttétel növelésével kapcsolatos stratégia, ha szemügyre vesszük a bankok tőkearányos nyereségének eloszlását a múlt században. Ahogy az a 4. diagramon látható, a 20. század elején ezek még szerény nagyságrendű számok voltak, ám a század végére az átlagos tőkearányos nyereség csaknem elérte a 20%-ot. A fellendülés csúcspontján a tőkearányos hozamok alulról sűrűlték a 30%-ot. A számok azt bizonyítják, hogy a tőkearányos hozamokban bekövetkezett növekedést lényegében teljes egészében a tőkeáttétel emelkedése okozta.

Az pedig nyilvánvaló, hogy ennek ára volt, mégpedig a nagyobb kockázat. A tapasztalati eloszlásokból ez is világosan látszik. Az elmúlt évszázadban a banki tőkearányos nyereségek szórása hat-hétszeresére emelkedett. Ám a tőkearányos nyereségek eloszlásának alsó farka szintén vastagodni kezdett. A Merton-modell előrejelzésével összhangban, a tőkeáttétel növelésével kapcsolatos stratégia egyszerre emelte a kockázatokat és a bankrésztvények tulajdonlása által élvezett hozamot.

5. diagram

A várt és tényleges sajáttőke-megtérülési ráta és tőkeáttételi mutató változása^(a)



Forrás: Capie, F and Billing, M (2004), BBA és banki számítások

(a) A Merton-modell (1974) alkalmazásával készített illusztráció. A diagram azt mutatja, hogy a hallgatólagosan várt sajáttőke-megtérülési ráta hogyan nő a tőkeáttételi mutatóban különböző eszköz ingadozások esetén, még akkor is, amikor a várt eszközmegtérülési rátát nullaként rögzítjük.

(b) Sajáttőke-eszköz arány

Az 5. diagram összefoglalja a bankszakma e stratégiai evolúcióját az elmúlt kb. egy évszázadban. A diagram a Merton-modell egyszerű kalibrálására épül. A tőkeáttételt az x tengelyen helyeztük el, míg a tőkearányos hozamokat az y tengelyen. A vonalak azonos volatilitású kontórok, amelyeket az alapul szolgáló eszközvolatilitások különböző szintjeihez rajzoltunk meg. A bankszakma egésze északkeleti irányba mozdult el, mivel a bankok egyre kockázatosabb eszközöket halmoztak fel mind nagyobb tőkeáttétel mellett. A Merton-modell előfeltevései mellett az ilyen stratégiák növelik a tőkearányos nyereséget, pontosan úgy, mint ahogyan a gyakorlatban is megfigyeltük.

Van egy második, ritkábban tárgyalt tényező, amely az évszázad során hozzájárult a banki tőkeáttételek folyamatos növekedéséhez – ez pedig az adó. A legtöbb fejlett országban az idegen források után fizetett kamat levonható az adóalapból, szemben a tőkeköltséggel, amelyet jellemzően nem lehet levonni. Ez a vállalatfinanszírozás terén felértékeli a hitelből történő finanszírozást a tőkével szemben.

A tény, hogy az adórendszer ebben az értelemben nem semleges, aligha jelent újdonságot bárki számára. Nagy-Britanniában ez több mint egy évszázados múltra tekint vissza. A kamattal és osztalékkal kapcsolatos adószabályok megállapítására első ízben 1803-ban került sor. Ám a 19. század folyamán sem az osztalékot, sem az idegen források után fizetett kamatot nem lehetett automatikusan levonni a társasági adóalapból. A hitelezőknek és a részvényeseknek történő kifizetéseket nem lehetett levonni az adóalapból, azaz a lényegyet tekintve, azonos elbánásban részesültek.

Ennek az azonos bánásmódnak az volt az alapja, hogy egy üzleti vállalkozás profitja nem függhet attól, hogy milyen módon finanszírozza magát. Az *Anglo-Continental Guano Művek kontra Bell* (adóbehajtó) perben Cave bíró ezt az álláspontot így foglalta össze: „Nekem úgy tűnik, (...) hogy egy üzleti vállalkozás nyeresége teljesen független attól, hogy az adott vállalkozás milyen módon talál rá a tőkére, amelyből tevékenységét finanszírozza... Nem lehet figyelembe venni, hogy a cég vagy a vállalkozó egy adott pillanatban az üzletébe befektetett pénz egy részét kölcsönből finanszírozza (...) Ha így járnánk el, igencsak nehéz helyzetbe kerülnénk.”¹³ Vagy guanóba, tehetnénk hozzá.

Ám a bankszakma mindent megtett annak érdekében, hogy kivétel lehessen a fenti szabály alól. A *Farmer* (adóbehajtó) kontra *Scottish Northern American Trust Ltd.* perben Lord Atkinson bíró az *Anglo-Continental*-esetre hivatkozva, az alábbi következtetésre jutott: „Számomra nem tűnik úgy, hogy az ítélet alapjául szolgáló gondolatmenet alkalmazható lenne egy bankra, amelynek az üzlete abban áll, hogy pénzt fogadjon el és adjon kölcsön.”¹⁴

A 20. század elejétől kezdődően aztán ez a szabályozás lehetővé tette, hogy az idegen források után fizetett kamatok összegével a bankok csökkenthessék adó előtti nyereségüket. A bankok által felemelt zászló alá aztán a többi nem pénzügyi cég is besorakozott. A külső forrásból történő finanszírozás kedvezőbb kezelése adózási szempontból immáron egy évszázada tart.¹⁵

Ez az adórendszer által előidézett torzítás annál nagyobb, minél magasabb a vállalati nyereségadó, és minél alacsonyabb kulcs mellett történik a magánszemélyek tőkejöve-

13 *Anglo-Continental Guano Works kontra Bell* (adóbehajtó) (1894), 3 TC 239

14 *Farmer* (adóbehajtó) kontra *Scottish North American Trust Ltd.* (1912), AC 118

15 Például Nagy-Britanniában az 1965-ben bevezetett vállalati adótábla egy ideig kétszeresen adóztatta meg a tőkejövedelmeket.

delmének adóztatása. Az IMF (2009) nemrégiben kísérletet tett arra, hogy néhány fejlett országban megbecsülje az idegen forrásokból történő finanszírozás torzító hatását. Az alacsony kulccsal adózó vagy adómentes befektetők, mint a nyugdíjalapok vagy adókülföldiek esetében, az idegen források igénybevétele jellemzően 30-40 százalékkal olcsóbb, mint az (új vagy a felhalmozott nyereségből képzett) tőke.¹⁶ A magas adókulccsal adózó befektetők esetében a torzítás alacsonyabb, de így sem elhanyagolható.

Az ilyen mértékű torzítások már erős ösztönzést jelentenek az adózás oldaláról a tőkeáttétel növelésére, mint ahogyan az adóelkerülésre és a különböző adórezsimek közötti arbitrázásra is. Egy példa erre a közelmúltból a hibrid banki tőkeinstrumentumok intézménye. Ezek szabályozási szempontból tőkének minősülnek, ám az adórezsim szempontjából idegen forrásnak, azaz élvezhetik az adóalap-csökkentésből származó előnyöket. Röviden, „csiki-csuki”, tehát a legjobbat húzzák mind a két világból. 2000 és 2007 között Nagy-Britanniában a hibrid instrumentumok piaca kb. 100 milliárd dollárra nőtt. Addigra már ezek az instrumentumok a brit bankok alapvető (tier 1) tőkéjének nagyjából 25%-át tették ki.

A tapasztalati bizonyítékok egészen az 1990-es évekig nem túl nagy számban igazolták, hogy az adózás jelentős szerepet játszana a cégek tőkeáttételének alakulásában (Graham [2008]). Ám egy sor, a közelmúltban végzett kutatás szerint az adórezsim szerepe a vállalatfinanszírozásban mind statisztikai, mind pedig gazdasági értelemben jelentős. A különböző kutatások eredményeit összegezve, *De Mooij* (2011) úgy találta, hogy legmagasabb kulcs mellett az adórugalmasság 0,28%. Más szavakkal, az adópajzs 10 százalékpontos csökkentése egy tipikus vállalat esetében 2,8% százalékponttal csökkenti az idegen forrás-eszköz arányt.

Ez a rugalmasság olyan cégek esetében mutatható ki, amelyek idegen forrás-eszköz aránya átlagosan 50%. A bankok azonban gazdálkodásukban sokkal erőteljesebben támaszkodnak idegen forrásokra – akár 95%-ban is. Ez a legmagasabb adókulcs mellett számolva, akár 50%-os rugalmasságot is jelenthet, ami kétszerese a nem pénzügyi cégekre jellemző adatnak. Ezen a szinten az adótorzítás már érdemben növelheti az ösztönzést a bankok számára, hogy növeljék tőkeáttételüket.

ADÓSSÁG ÉS FEGYELEM

Elvben ezekkel a mérlegkockázatokkal (nagyobb eszközvolatilitás és tőkeáttétel) szemben ott kellene állnia egy természetes ellensúlynak – az idegen forrás fegyelmező erejének. A hitelezők, bár csak másodikként a kockázatviselési sorban, a tőketulajdonosokhoz hasonlóan szintén futják ezeket a mérlegkockázatokot, és ezért kalkulációjukban be is kéne árazniuk ezeket. Ez kétféleképpen történhetne meg: emelik e források árát, vagy korlátozzák a rendelkezésre bocsátott mennyiséget. Bármelyiket is választják, az idegen forrás korlátot jelentene a kockázatvállaló, járadék vadász tulajdonosok számára.

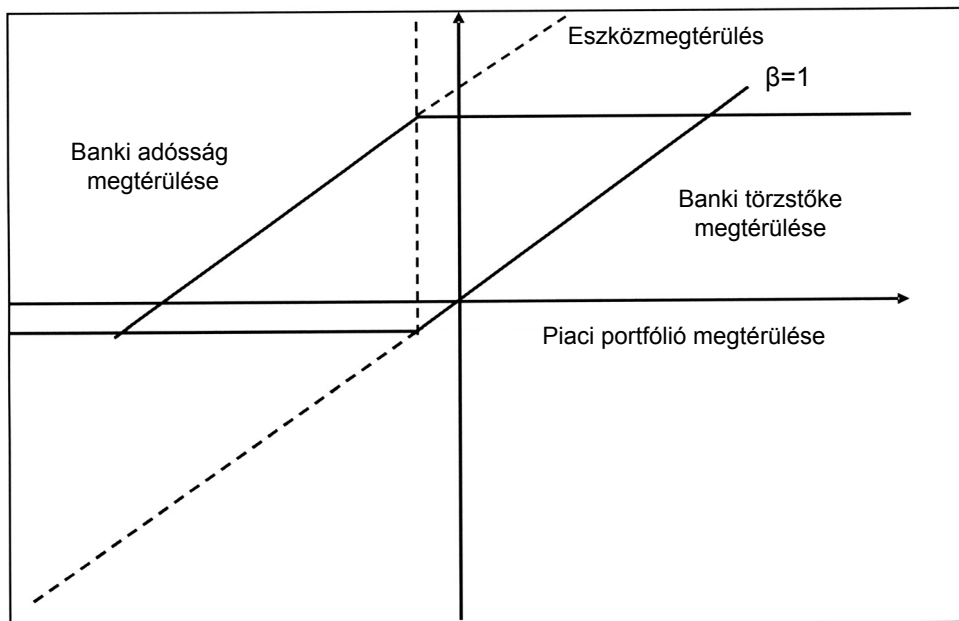
Elméletben ennek a jelentős idegen forrással működő intézmények féken tartására szolgáló eszköznek úgy kellene működnie, mint a karikacsapás. A Modigliani–Miller-képlet

¹⁶ Az ilyen befektetők tevékenysége adja az Egyesült Államokban a részvénytőke felét, míg Nagy-Britanniában a kétharmadát.

(MM) feltételezései mellett, ha a forrást nyújtók beárazzák a kockázatot, az teljes mértékben közömbösíti a tőkeáttétel bármilyen növekedésének hatását a cég értékére. Feltéve, hogy a részvényesek a cégérték maximalizálására törekednek, és a világ az MM-modell szerint működik, vagyis az adósok kordában tartása a piac által teljes mértékben hatástalanítja a tőkeáttétel növelésére irányuló ösztönzést.

3. ábra

Banki törzstőkehozam- és adósságprofil



A 3. ábra diagramszerűen illusztrálja ezt az állítást, bemutatva az idegen források és a tőke utáni hozamot. Ezek tükörképei egymásnak. A tőke tulajdonosai által nem vállalt, lefelé mutató kockázatokat a hitelezők vállalják, és ugyanígy fordítva a növekvő nyereségek esetében, amit a tulajdonosok élveznek, de a hitelezők nem. Elvben tehát a tőke és az idegen források összevonása a kétféle nyereség egymással szembeni összevonását is jelenti, ami ily módon kioltja az ösztönzést a kockázatvállalásra.

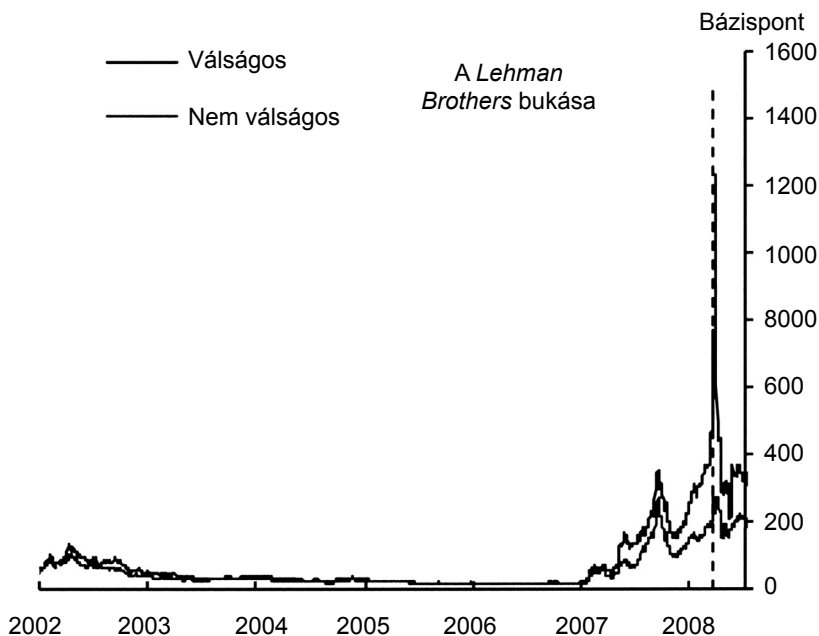
A 19. század folyamán az idegen források mintha valóban betöltötték volna ezt a szerepet. A betétes rohamok és a bankpánikok sűrű előfordulása valóban hatékony eszköznek bizonyultak a bankrészvényesek és a menedzserek féken tartására. Ezért tartották olyan nagy becsben a korlátlan felelősség intézményét a 19. század végéig. Az idegen forrásoknak ez a fegyelmező ereje egészen a nagy gazdasági világválságig fennmaradt. *Calomiris* és *Mason* (1997) arra a következtetésre jutott, hogy az 1932-es chicagói bankpánik idején az idegen források és a részvények árainak az alapján meglehetősen jól el lehetett választani a jó bankokat a rosszaktól. Ezek az adatok jó hat hónappal a bankcsődöket megelőzően jelezték a bajt.

Ám ahogy haladunk előre a 20. században, az idegen forrásoknak ez a fegyelmező ereje egyre kevésbé egyértelmű. Az 1980-as években elvégzett kutatások nem találnak meggyőző bizonyítékot arra, hogy a mérlegkockázatok jelentős mértékben befolyásolták volna a bankok által kibocsátott, alárendelt kölcsöntőke árazását (Gorton és Santomero [1990]). Az 1990-es évekből származó adatok valamennyivel kedvezőbbek (Flannery és Sorescu [1966], valamint Morgan és Stiroh [1999]). Ám még ezekben az esetekben is a nagyobb bankok esetében a kapcsolat gyengébb, mivel nem igazán bizonyítható, hogy a piaci árak jelentős mértékben befolyásolták volna a bankok kockázatvállalási döntéseit. (Bliss és Flannery [2002]).

Semmi sem bizonyítja jobban az idegen források fegyelmező erejének elgyengülését, mint a mostani pénzügyi válságot közvetlenül megelőző időszak fejleményei. A 6. *diagramon* láthatók 33 nagy nemzetközi bank CDS-felárai a 2002–2011 közötti időszakban. Az adatokat „válságos” és „nem válságos” bankokra osztottuk; az előzők azok, amelyek állami segítségben részesültek a válság idején.

6. diagram

CDS-díjak „válságos” és „nem válságos” bankok esetében



Forrás: Thomson Reuters Adatfolyam és banki számítások

2002 és 2007 között az összes bank CDS-prémiuma esett – átlagosan 75%-kal. A piac percepciója a kockázatot illetően akkor esett, amikor a rendszer kockázatai éppen növekedőben voltak. A piac a „válságos” és „nem válságos” bankok között sem tett igazán különbséget; a válság előtt a kétféle árazás között mindössze 8 bázispont a különbség.

Hogy milyen mértékben árazta félre a piac a kockázatot, jól látható a CDS-ek mozgásából a válság kitörésekor. A „nem válságos” bankok prémiuma átlagosan ötvenszeresére

emelkedett, míg a „válságos” bankok esetében ez a növekedés közelebb volt a hetvenszereshez. Az ilyen mértékű, utólagos korrekció határozottan cáfolja azt a hipotézist, hogy az idegen források valóban fegyelmező erővel bírtak volna. Az adósságnak gyengítenie kellett volna az ösztönzést a kockázatvállalásra – ehelyett erősítette azt.

Miért történt mindez? A választ ismét az ösztönzőkben kell keresnünk – ezúttal a menedzserekre és a szabályozó hatóságokra ható ösztönzőkben. Márpedig válság idején ezek a legfontosabb ösztönzők. Ekkor ugyanis már sem a menedzsment, sem a hatóságok nem érdekeltek abban, hogy a hitelezők viseljék a kockázatokat, hiszen ezáltal tovább súlyosbíthatják az amúgy is súlyos helyzetet. Bár a menedzsment és a hatóságok a válság bekövetkezése előtt talán magától értetődőnek tartják, hogy a hitelezők viseljék a kockázatot, ám a válság bekövetkezésekor jellemzően felteszik a kezüket.

A közgazdászok ezt a jelenséget időkonzisztencia-problémának nevezik. A szereplőktől nem várható el, hogy kitartsanak a háború idején. A banki adóssággal kapcsolatos magánjogi szerződések, épp úgy, mint a bankok idegen forrásaival kapcsolatos állami szabályozás, súlyos időkonzisztencia-problémával küzdenek. Egy dolog papíron azt követelni, hogy a hitelezők vállalják a veszteséget. Ám a válságkezelés nem papíron történik. Ha pedig a hitelezők úgy látják, hogy a papíron elvállalt kockázatokat senki sem hajlja be rajtuk, nem lesznek érdekeltek abban, hogy ezt a kockázatot beárazzák, és maguk is fegyelmeztettek legyenek. Így történt ez csaknem egy évszázadon keresztül.

Számos példa van az időkonzisztenciára a bankok által kibocsátott, magánjogi adósságlevelek esetében. A befizetetlen alaptőke és a kiterjesztett kötelezettség intézményét a bankok dolgozták ki mint veszteségfedező puffert a 19. század végén és a 20. század elején. Ám végül is ezek az intézmények háttal állnak bizonyultak, és kimentek a gyakorlatból. Miért történt ez? Azért, mert a menedzserek attól tartottak, hogy ha pontosan akkor veszik igénybe ezeket a lehetőségeket, amikor a legnagyobb szükség van azokra, tovább ronthatják a helyzetet. Ez maga az időkonzisztencia-jelenség, ahogyan a gyakorlatban megvalósul.

Egy évszázaddal később a hibrid banki alárendelt adósságinstrumentumok ugyanebbe a csapdahelyzetbe kerültek. Ezek lehetőséget adtak a banki menedzsmenteknek, hogy válság idején korlátlan ideig kitolják a visszafizetés lejárátát. Elvben ennek az opciónak biztosítási értéke van likviditási válság idején. A gyakorlatban azonban a 2008-as likviditási válság idején a bankok, épp akkor, amikor ezek az opciók a legértékesebbek voltak, nem éltek lehívási jogukkal. Miért nem? Azért, mert féltek, hogy megijeszítik a hitelezőket, és tovább fokozzák a likviditási válságot. Tehát a hibrid instrumentumok esetében is időkonzisztenciáról beszélhetünk.

Az időkonzisztencia jelensége semmivel sem volt kevésbé tetten érhető a bankok idegen forrásaival kapcsolatos állami szabályozásban. A likviditással és betétbiztosítással kapcsolatos, állami szabályozásnak hosszú és tanulságos története van. A 19. század végére Nagy-Britanniában teljes mértékben kialakult a likviditás fenntartására vonatkozó jegybanki politika, amelyet aztán a 20. század folyamán a többi nagyobb ország jegybankja is átvett. A betétbiztosítás később, 1934-ben kelt életre az Egyesült Államokban, és szintén elterjedt a legtöbb fejlett országban.

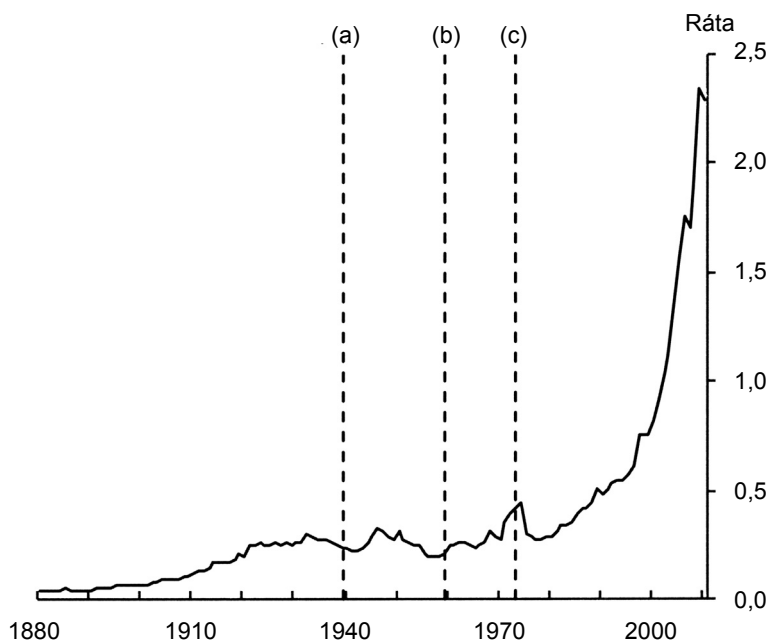
A jelenlegi pénzügyi válság jól szemlélteti, hogy milyen módon szembesül mindkét szabályozás az időkonzisztencia problémájával. A válságot megelőzően mind a betét, mind a likviditás biztosítását jól szabályott rendszerben alakították ki. Ám a válság szorításában a

hatóságok mind a két rezsimit feladták. A legtöbb országban lényegében korlátlan összegben biztosították a likviditást, illetve a betéteket, hogy fenntartsák az akár intézményi, akár egyéni hitelezők bizalmát a bankok iránt. A korábbi szabályozásokban meghirdetett elköteleződések időinkonzisztensekké váltak. Ennek a jelenségnek az ismétlődésével találkozunk immáron jó egy évszázada (*Alessandri és Haldane [2009]*).

Mindeközben a bankszféra drasztikus szerkezeti átrendeződése még jobban felerősítette az időinkonzisztenciából fakadó problémákat, úgy magán-, mint állami szinten. Gigantikus méretű bankok jöttek létre, amelyek túl nagyra nőttek ahhoz, hogy a csődjük a hatóságok szemszögéből megengedhető legyen (*too big to fail*). A 20. század elején a három legnagyobb brit bank eszközei a GDP 7%-át tették ki (l. 7. *diagram*). A század közepére ez 27%-ra növekedett, a végére pedig 75%-ra. 2007-re a három bank eszközei elérték a GDP 200%-át. A többi országban is hasonló jelenség alakult ki. A bankszektor mérete és koncentrációja az egekbe szökött.

7. *diagram*

**Az Egyesült Királyság bankrendszerének koncentrációja
(a GDP százalékában)**



Forrás: Bankers Magazine, Sheppard, D. K (1971) és Bank of England

- (a) A 3 legnagyobb bank összvagyonát a Bankers' Magazine 1940 előtti számaiból állapítottuk meg. A megfigyelésekre 10 évente kerül sor, a köztes idő tekintetében pedig lineáris interpolációt végzünk.
- (b) 1940 és 1974 között a 3 legnagyobb klíringbank összvagyonát a Bankers' Magazine-ból és a bankok közzétett üzleti könyveiből állapítottuk meg. A banki megfigyeléseket a megfigyelési időpontok közötti időszakban lineárisan interpoláltuk.
- (c) A három legnagyobb Egyesült Királyságbeli tulajdonban lévő bank összvagyonát a Bank of England 1974 utáni adatainak felhasználásával határoztuk meg.

A 'too big to fail' jelenség felerősítette az időkonzisztencia-problémákat a menedzserek és az állami döntéshozók számára is. A nagy, egymással összekapcsolódó pénzügyi intézetek növelik annak az esélyét, hogy egy válságos helyzet nemcsak egyszerűen továbbromolhat, hanem egyenesen katasztrófálissá is válhat. Miután a hitelezők tudják, hogy ezekkel a szélsőséges kockázatokkal a hatóságok kalkulálnak, ők maguk azokat nem veszik figyelembe azazási döntéseikben. Ez kétszeresen is sajnálatos, hiszen az adósokat fegyelmező erő éppen azon pénzügyi intézetek esetében a leggyengébb, amelyeknél a társadalom érdekei szempontjából a legerősebbnek kellene lennie. Ráadásul nem csupán arról van szó, hogy a nagy bankok előnyt húznak az implicit állami szubvencióból, hiszen az olcsóbb idegen forrás nagyobb nyereséget jelent, de ösztönzést kapnak arra is, hogy még több kockázatot vállaljanak.

Az utóbbi időben sokak érdeklődését felkeltette, hogy mekkora összegű is lehet az a szubvenció, amit az ilyen 'too big to fail' bankok élveznek. Olyannyira, hogy a szakmai konszenzus szerint e szubvenció felszámolásával lehet mérni, hogy a hatóságok milyen sikerrel veszik fel a harcot a 'too big to fail' jelenséggel (Treasury Committee [2010]). Számos kísérlet történt a szubvenció számszerűsítésére (Oxera [2011], New Economics Foundation [2011] és Haldane [2010]). A két legnépszerűbb megközelítés a hitelminősítések szerinti, illetve az opció alapú eloszlásokat használja fel.

A hitelminősítésen alapuló módszer különbséget tesz a vizsgált bankok önálló (támogatás nélküli) és támogatott hitelminősítése között. Ezt a különbséget felhasználva állapítják meg, mennyivel magasabb lett volna az illető bank finanszírozási költsége támogatás hiányában (Haldane [2010] és New Economic Foundation [2011]). Az opció alapú megközelítés Merton modelljére alapoz (Kou [2004]). Az eloszlást a bankok eszközeihez illesztik. Minden esetben, amikor az eszközök bizonyos küszöbérték alá esnek, feltételezhető, hogy állami támogatásra van szükség.

Az 1. táblázat néhány tapasztalati becslést mutat be a burkolt szubvenció mértékére nézve a két módszer alkalmazásával a 4 legnagyobb brit és 22 nagy nemzetközi bankot vizsgálva. A becslések a 2007–2010-es évekre vonatkoznak. A brit bankok esetében, bármelyik módszert alkalmazzuk is, a burkolt szubvenció több tíz milliárd font is lehet évente, ami néha megközelíti a százmilliárd fontot. A globális bankok esetében legalábbis több száz milliárd dollárról beszélhetünk, esetenként akár ezer milliárdról is.

1. táblázat

**Az Egyesült Királyságbeli és globális bankoknak nyújtott,
becsült állami támogatás (Mrd USD)**

Kontingens követelések/Kou ^(a)						Minősítések ^(b)				
	2007	2008	2009	2010	2007–2010 Átlag	2007	2008	2009	2010	2007–2010 Átlag
Egyesült Királyság	134	354	622	250	340	9	51	178	58	74
Globális	496	1,308	2,294	924	1,256	33	211	528	197	242

(a) A Merton-modell (1977) Kou (2002) által kidolgozott bővítésének felhasználásával számítottuk ki. A banki eszközök normál megoszlásának változásait modellezi felfelé és lefelé irányuló „ugrásokkal”, és úgy alakítottuk ki, hogy tükrözze az eszközértékek szélsőséges mozgásainak lehetőségét, és erősítse a kialakuló megoszlás gyengeségeit. Ezt a modellt a négy legnagyobb egyesült királyságbeli bank tőzstőkéjére vonatkozó opciók áraihoz igazítottuk. Ez megegyezik Oxera (2011) módszerével, de lefelé korrigálja az egyéves egyesült királysági állampapírok névleges hozamának kockázatmentes besorolását, illetve figyelembe veszi, hogy a támogatás az év során bármikor realizálható. A globális bankokra vonatkozó számadat az Egyesült Királyság számadatai alapján becsült érték.

(b) A kalkulációt az egyes bankok éves átlagként kiszámított finanszírozási költségek különbségének összehasonlításával végeztük el a támogatott minősítéssel besorolt, benchmark pénzüzetek átlagos finanszírozási költségének átlagában, valamint az önálló minősítés szerint rangsorolt pénzüzetek átlagos finanszírozási költsége között mutatkozó eltérés alapján. Ezután a különbséget megszoroztuk a bank vagy lakásszövetkezet minősítésre érzékeny forrásaival. A nem egyesült királyságbeli bankokra vonatkozó adatok kevésbé granulárisak.

Ezek az adatok megdöbbentőek. Hogy kellő kontextusban értékeljük őket, tegyük hozzá, hogy elég nagy részét adják a pénzügyi szektor hozzájárulásának az éves GDP-hez, sőt esetenként meghaladják azt. A támogatott hitelminősítések közelmúltbeli felülvizsgálata sem sokban javít a képen. Mivel ezek az adatok azt mérik, hogy a bankok hitelezői milyen mértékben árazzák félre a kockázatot, rámutatnak arra is, hogy az adósokat kordában tartó, fegyelmező erő mennyire csökken az időinkonzisztencia következtében. A szubvenció mértéke azt valószínűsíti, hogy hosszú még az út, amíg ez a fegyelmező erő teljes egészében kordában tartja majd a kockázatvállalási hajlamot.

RÖVID LEJÁRATÚ SZEMLELET ÉS TELJESÍTMÉNYCÉLOK

Így fest a történet eddig a pillanatig. A tulajdonosi és az ellenőrzési jogosítványok olyan szereplők kezében vannak, akik a mérlegfőösszeg kevesebb mint 5%-át birtokolják. Erős ösztönzők működnek, amelyek a tőkehozamok növelése érdekében a tulajdonosokat a volatilitás fokozására készítik. A kockázatvállalás lángjait az adó és az állami segítség fűjtatói tovább szítják. Ez a történet éppenséggel nem hangzik valami biztatóan.

Am van ennek a történetnek egy zavarba ejtő mozzanata is. A bankok hosszú távú befektetői a jelek szerint nem élvezték e torzítások előnyeit. Aki az 1990-es évek elején egy glo-

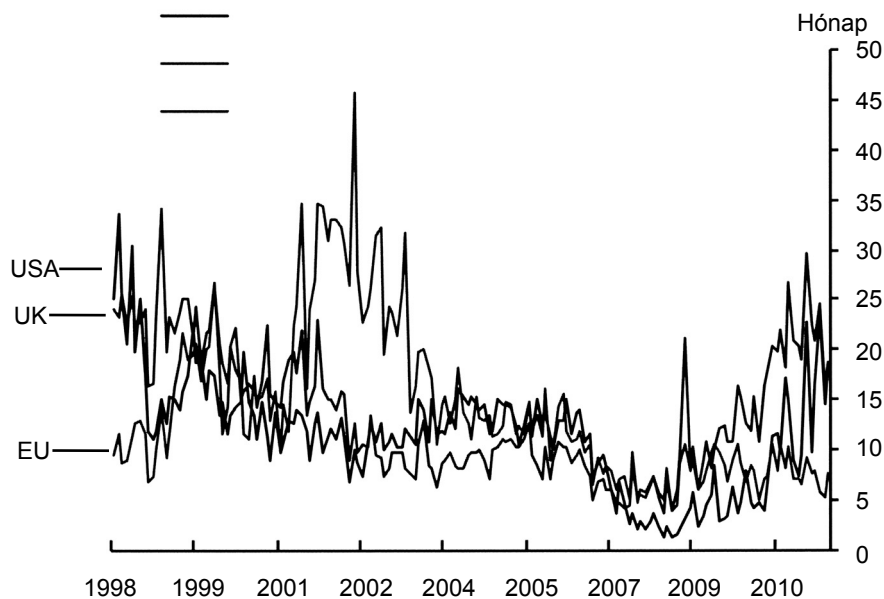
bális banki részvényekből álló portfóliót vásárolt, ma reálértelemben veszteségben ül. Akkor hát ki az, aki élvezi e torz ösztönzők előnyeit? A válasz kettős: azok, akik rövidebb lejáratra fektetnek be, illetve a bank menedzsmentje.

Nem nehéz belátni, hogy a bankrészvényekbe rövidebb távra befektetők miért nyerhetnek a volatilitáson. A részvényekbe hosszú távra befektető intézményi befektetők jellemzően strukturálisan hosszú távú játékosok, akik a hozamok emelkedésével és esésével együtt mozogva nyernek vagy vesztenek. Számos rövid távú befektetőnek nincsenek ilyen korlátai. Ha jó az időzítésük, nyerhetnek az emelkedéseken (ha éppen bent ülnek a részvényekben), ahogy az eséseken is (ha korábban eladták a részvényeiket). A gazdagsághoz vezető út eléggé göröngyös számukra – ám minél nagyobbak a hepehupák, annál jobb. Merton modelljében bármilyen volatilitás jó volatilitás.

Talán ezt a jelenséget igazolja az a néhány bizonyíték, amely szerint az elmúlt években a részvénytulajdonlás időtartama egyre rövidül. A 8. *diagram* mutatja az amerikai, brit és európai bankrészvények tartásának átlagos időtartamát. Az amerikai és brit részvények esetében az átlagos tartási idő az 1998. évi 3 évről 2008-ban 3 hónapra csökkent. A bankszakma szó szerint negyedéves kapitalizmussá vált. Jelenleg az átlagos bank tulajdonosa olyan befektető, akinek az időhorizontja lényegesen kevesebb, mint egy év.

8. *diagram*

Banki törzstőke-tulajdonlási időtartamok



Forrás: Bloomberg és banki számítások

Megjegyzés: Átlagos törzstőke-tulajdonlási időtartam egy 30 bankból álló mintában

A második bizonyíték a részvényekkel kapcsolatos, rövid lejáratú szemléletre, specifikusan a bankok esetében, a bankok tőketervezésének változó trendjéből adódik. Az 1990-es évek vége óta egyre inkább a tőkére vetített hozam (ROE) vált a teljesítményt alapvetően meghatározó mutatóvá. A nagyobb bankok egész sor számszaki célt írnak elő a ROE-ra, amely orientálja a részvényeseket és menedzsereket. Ezek a mutatók elég sokat elárulnak a befektetőket és a menedzsereket mozgató ösztönzőkről.

A ROE teljes egészében a tőkére koncentrált. A műfajból adódóan a ROE-célok erős ösztönzést jelentenek a tőkearányos hozamok növelésére az eszözvolatilitás vagy a tőkeáttétel növelése révén. A ROE-célok igenis nagy szerepet játszanak abban, hogy a 5. diagramon a bankok északkeleti irányba mozognak. A ROE mint koncepció nem a kockázat figyelembevételére, hanem figyelmen kívül hagyására ösztönöz. Ez jó a rövid távú befektetőknek, akik keresik a nagy döccenőket. Ám a hosszú távú befektetők számára az ilyen út a semmibe vezet, ahogy a közelmúlt tapasztalata is igazolja.

Előttünk van tehát néhány, a kockázatvállalást növelő, egymást erősítő ösztönző. A befektetők csökkentik időhorizontjukat, és a menedzsment elé ROE-célokat tűznek ki, amelyek fokozzák a rövid távú teljesítményt. E célok aztán bátorítják a rövid távú kockázatvállalást. Ez a rövid távú befektetőt részesíti előnyben a hosszú távú befektetővel szemben, így aztán tovább rövidül a befektetések időhorizontja. A rövidlátás ördögi köre így bezárul.

Ezek az ösztönzési problémák nem állnak meg a tulajdonosoknál. A részvénytársasági formában működő bankok esetében a tulajdon és az ellenőrzés szétválik. Ezt a közgazdászok „megbízó-ügynök dilemmának” nevezik: nem biztos, hogy a menedzserek (az ügynökök) azt teszik, amit a tulajdonosok (megbízók) szeretnének. E probléma megoldása érdekében a tulajdonosok évek óta kísérleteznek azzal, hogy a menedzserek ösztönzését összeegyeztessék a sajátjukkal. Ez azt jelenti, hogy a menedzsereket tőkejuttatással jutalmazzzák, vagy olyan tőkével kapcsolatos célokhoz kapcsolódó javadalmazással, mint a ROE.

Ez a trend világosan kiolvasható a válság előtti időszakra vonatkozó adatokból. Az átlagos amerikai bank vezérigazgatójának vagyona 2006-ban 24 dollárral növekedett minden 1000 dollár részvényesi vagyongyarapodás után (*Fahlenbrach és Stulz* [2011]). Egy tipikus bank vezérigazgatója 1 millió dollárt zsebelt be cége értékének minden 1%-os növekedése után. Ezek meglehetősen erőteljes pénzügyi ösztönzők, amelyek arra készítetik a menedzsereket, hogy szívügyüknek tekintsék a tulajdonosok gyarapodását.

Ezek a tények segítenek megérteni azt is, hogy miért alakult úgy a nagy amerikai bankok első számú vezetőinek a javadalmazása 1990–2007 között, ahogy alakult. Képzeljük el, hogy 1990-ben egy bank első számú vezetőjének a javadalmazását a bank által elért ROE-hoz kötik. 2007-re egy ilyen vezérigazgató javadalmazása elérte volna a 26 millió dollárt. Ez valójában tökéletesen meg is felel az akkori tényleges jövedelmeknek.

Ha azt gondoljuk, hogy a ROE a teljesítmény mérésére alkalmas mutató, az amerikai bankok első számú vezetőit 2007-ben nem érthette kritika. Érvük az lehetett, ami a L'Oréal szlogenje: „*Mert megérdemlem.*” Ám az azóta eltelt idő bebizonyította, hogy ez a teljesítmény erősen kozmetikázott volt. A ROE-mutató jobb teljesítményt indikált a fellendülés idején, mint amilyen valójában volt, ebből adódóan a javadalmazás mértékét is felfelé húzta. Ezen nem lehet csodálkozni, hiszen ez a mutató a kockázatvállalást értékeli a hozammal szemben, és a rövid lejárattal szemben.

Amikor a trend esésbe váltott a tőkehozamok volatilitása „térdre küldte” a bankokat. A tőkealapú ösztönzés felerősítette ezt a folyamatot. A vállalati szintű bizonyítékok egyértelműek. 2006-ban az amerikai bankok vezérigazgatói között a következő személyek rendelkeztek a legnagyobb részvénycsomaggal: *Dick Fuld* (Lehman Brothers), *James Cayne* (Bear Stearns), *Stan O’Neal* (Merrill Lynch), *John Mack* (Morgan Stanley) és *Angelo Mozilo* (Countrywide) (Fahlenbrach és Stulz [2011]). Jól tudjuk, mi lett ennek a katasztrófafilmnek a vége.

Így tehát csaknem kétszáz év különélés után a tulajdon és az ellenőrzés ismét egybekelt. Ám furcsa párt alkotnak. Házassági szerződésük mindkét partnert arra ösztönzi, hogy viselkedésük legyen volatilis, szemléletük rövid távú. Maga a házasság kevesebb mint egy évre szól. A 19. század közepén a korlátlan felelősség intézményéről azt állították, hogy elriasztja a „tehetős, intelligens és tiszteletre méltó” befektetőket. Egészen más okokból a jelenlegi belső irányítási rezsim alighanem ugyanebben a betegségben szenved.

BANKSZAKMA ÉS NYILVÁNOSSÁG

Az előző részekben négy tényezőt azonosítottunk, amelyek hatással voltak a kockázatvállalással kapcsolatos ösztönzőkre az elmúlt jó egy évszázadban. Ezek mindegyike trendszerűen, a társadalom szempontjából optimális szinten túl növelte a bankok kockázati étvágyát. Ez egyfelől kielégítette a részvényesek és a menedzserek rövid távú érdekeit, másfelől sokakat „vízben hagyott”. Ezek az anomáliák indokoltá teszik a szabályozói szintű beavatkozást, amely akkor a leghatékonyabb, ha magukra az ösztönzőkre irányul. Ha nem így járunk el, akkor a reformok eredményeképpen a kockázatvállalás minden bizonnyal csak egy újabb gellert kap, de nem csökken.

(a) Magasabb alaptőke

Talán a legegyszerűbb módja a tőkével kapcsolatos ösztönzők visszaszorításának az lenne, ha előírnánk a bankok szavatoló tőkéjének felemelését. Ez az ösztönzésekkal kapcsolatos anomáliák közül legalább hármat érintene (*Hellwig* [2010], *Admati* és *tsai* [2010]): növelné a tétet a részvényesek számára, akik így kevésbé lennének érdekeltek az opciós érték kiaknázásában. Közvetlenül is csökkentené a tőkeáttételt, ami csökkentené a bankok kockázati étvágyát. És végül növelné a bankok veszteségálló képességét, csökkentve ezáltal az állami beavatkozás valószínűségét.

A szabályozási reform az elmúlt néhány évben kísérletet tett e megfontolások érvényesítésére. Az ún. Bázeli III. keretei között a minimális tőkearány a következő tíz évben megötszöröződik – a legnagyobb globális bankok esetében el kell érnie a kockázattal súlyozott eszközök közel 10%-át a mostani 2% helyett. Ez lényeges változás. A szabályozással kapcsolatban felmerülő kérdés az, hogy miközben az emelés nyilvánvalóan szükséges, ám vajon elégséges-e.

Valódi vita bontakozik ki ezen a téren. Az elmúlt harminc év nagyobbik részében a nemzetközi szabályozói közösség mereven kitartott a 8%-os szavatolóőke célkitűzése mellett. Ennek azonban semmiféle tudományos alapja nem volt (*Goodhart* [2011]). Egyszerűen eny-

nyi volt az amerikai bankok többségének szavatolótőkéje abban az időben, amikor létrehozták az első bázei megállapodást.

Újabban azonban a Bázei Bizottság tanulmányozta a magasabb szavalótőke esetén jelentkező előnyöket és hátrányokat (Bázei bizottság /2010a/). Az előnyökre konzervatív becsléseket alkalmazva, a tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy az optimális szavatolótőke valahol 13-14% körül lehetne. Az egyik legfeltűnőbb konzervatív feltételezés, hogy a magasabb tőke nem csökkenti a bankok tőke- és refinanszírozási költségeit. Ha a számításokban ezeket és más hatásokat is figyelembe vesznek, akkor Miles és tsai (2011) szerint az optimális szavatolótőke közelebb lenne a 20%-hoz.

Ezek a számítások technikailag meglehetősen összetettek. A kérdést egyszerűbben úgy is feltehetnénk: mennyibe kerülhet egy újabb válság elkerülése, ha az új szabályokat alkalmazzuk? Egy globális bank számára az átlagos kockázati súly 40%. Eszerint egy bank 10%-os, kockázattal súlyozott szavatolótőkéje 25-szörös nominális tőkeáttételt jelent. Tehát – még ha be is vezetik a Bázei III-at –, a bank eszközeiben bekövetkező, 4%-os váratlan veszteség elégséges ahhoz, hogy a bankot csődbe vigye, és ennél kevesebb is elég, hogy likviditási nehézségeket idézzen elő.

Számomra ez azt jelenti, hogy középtávon a bankoknak tovább kell növelniük tőkeellátottságukat. A Bázei III. jó kiindulási pont, de aligha lehet a végcél. Ezzel szemben állnak azok, akik azzal érvelnek, hogy „a tőke drága”. Szerintem az ő álláspontjukat két támadhatatlan érv támasztja alá. Az egyik az adó. A másik az állami szubvenció. Am ezek csak azok számára jó érvek, akik élvezik az adóelőnyöket vagy az állami szubvenciót. Mint szabályozó eszköz, mind a kettő növeli a kockázatvállalási hajlandóságot. Ha valaki ezeket használja arra, hogy az alacsonyabb szavatolótőke mellett érveljen, az olyan lenne, mintha azt állítaná, hogy három rossz dolog kiad egy jót.

Még ha le is mondanánk a szabályozói reformfolyamat folytatásáról, akkor is felvethető, hogy vizsgáljunk felül olyan kockázatvállalást ösztönző anomáliákat, mint amilyen az idegen források kedvezőbb kezelése adózás szempontjából. Az adóelőny megszüntetésének igen nagy lehet a hatása. A Bázei III. három százalékponttal csökkenti a bankok idegen forrás-eszköz arányát. Figyelembe véve az adórugalmasságot, ugyanez a hatás elérhető azáltal is, ha mindössze 5 százalékponttal csökkentjük az idegen forrásokkal kapcsolatos adópajzsot.

Kétféleképpen lehet azonos játékszabályokat teremteni az idegen források és a tőke számára: először, ha megszüntetjük, hogy az idegen források után fizetett kamatokat le lehessen vonni az adóalapból – például egy átfogó társasági adórendszer részeként, vagy lehetővé téve, hogy a társaságok adóalapjukat egy számított tőkehozammal csökkentésük –, ahogy ezt legutóbb a *Mirrlees*-jelentés (2011) ajánlotta. Ezt megközelítést már Belgium, Brazília és Lettország is alkalmazza.

Természetesen van egy harmadik lehetőség – mindkettőt egyszerre bevezetni. Ekkor a finanszírozási játéktér dőlésszöge megváltozna, és immáron a tőkét kedvezményezné az idegen forrásokkal szemben. A közpénzügyek elméletében a nem neutrális adórendszer akkor indokolható, ha externáliák vannak jelen. A banki tőkeáttétel egy negatív externália jellemzőit hordozza, ezek pedig nem mások, mint a csőddel kapcsolatos, elsüllyedt költségek és a tartósan fennmaradó, rossz adósság növekedést csökkentő hatása. Mind a két externália jól láthatóan jelen van mostanság. Ha ezek az externáliák nagyok, és a nagyobb tőke segít orvosolni őket, akkor a nem semleges adórendszer mellett szólnak közgazdasági érvek.

A 19. században az idegen források kedvezményezése a beruházások finanszírozása érdekében értelmes, a növekedést serkentő stratégia volt. Egy évszázaddal később ennek az ellenkezője igaz. A jelenlegi adósságráták mind a magán-, mind az állami szférában olyan szintre jutottak, hogy minden bizonnyal súlyosan rontják a növekedési kilátásokat (*Reinhart és Rogoff* [2009], *Cecchetti és tsai* [2011]). A történelem során talán soha nem nyílt jobb alkalom arra a mostaninál, hogy újra megvizsgáljuk a finanszírozási játéktér dőlésszögének megváltoztatását.

(b) Tőke típusú passzívák

Semmilyen addicionális tőke nem képes megszüntetni a hozamokban meglévő asszimmetriát, amely a korlátolt felelősség rendszerében fennáll. Sőt, néhányan azzal érvelnek, hogy a lényegesen magasabb tőke még növelné is a szélsőséges kockázatvállalást (*Perrotti, Ratnovski és Vlahu* [2011]). Önmagában a magasabb tőke nem garantálja a hitelezők nagyobb feyzelmeztségét sem. Akkor hát vannak-e egyáltalán olyan nem tőke jellegű eszközök, amelyek újradefiniálják a kockázatvállalással kapcsolatos ösztönzőket mind a hitelezők, mind a részvényesek vonatkozásában?

Az egyik lehetőség az lenne, hogy felhasználjuk e célra azokat a pénzügyi instrumentumokat, amelyek egyértelműen kombinálják az idegen források és a tőke jellemzőit – ezek az ún. feltételesen átváltható kötvények vagy „CoCo”-k (az angol 'contingent' és 'convertible' szavakból – *a ford.*) (*Flannery* [2010] és *Calomiris* /2011/). Ezek az instrumentumok jó időben idegen forrásként működnek, ám rossz időben tőkévé alakulnak át. A 3. ábra azt mutatja, hogy az általuk realizált összesített hozam megfelel a korlátlan felelősség viszonyai között realizáltaknak, annak nyilvánvaló gyakorlati hátrányai nélkül. Más szavakkal a CoCo-k jobb ösztönzőket jelentenek a kockázatvállalás szempontjából, mint az idegen forrás vagy a tőke önmagában véve.

E szerep betöltéséhez azonban az kell, hogy ezek az instrumentumok időkonzisztensek legyenek. Ebben a tekintetben a feltételesen átváltható instrumentumokkal kapcsolatos, korábbi tapasztalatok két normatív feltétel jelentőségére mutatnak rá. Először: a menedzsment vagy a hatóságok nem mérlegelhetnek, hogy mikor és milyen feltételek mellett kerüljön sor átváltásra. Ez a mérlegelési lehetőség ásta alá a befizetetlen tőke intézményét a 20. században, és a hibridekét a 21. században.

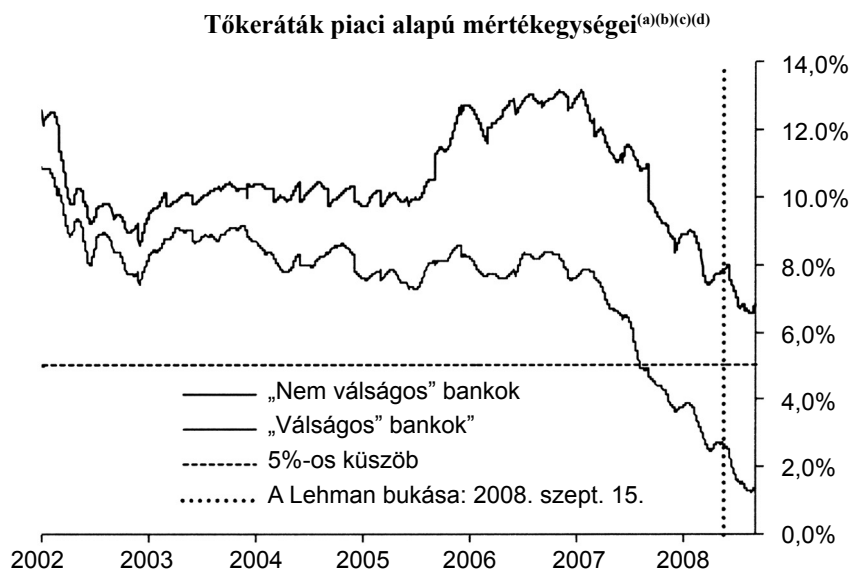
Másodszor: az átváltásnak jóval a csőd bekövetkezése előtt kell megtörténnie. Ily módon elkerülhetővé válnak a csődből fakadó elsüllyedt költségek, amelyek a 'too big too fail' bankok esetében túl nagyok ahhoz, hogy hatóságok képesek legyenek együtt élni velük. Ez az, ami aláasta a kiterjesztett kötelezettségek intézményét a 20. században. És ez az, ami veszélyeztetheti az alárendelt pozíciójú hitelezők tényleges „beszállását” a bank megmentésébe (bail-in) a 21. században.

E két feltétel érvényesítéséhez arra van szükség, hogy a feltételes kötvények átváltására időben, és a mérlegelés mellőzésével kerüljön sor. Ez tehát kizárja, hogy a szabályozó hatóságok saját mérlegelésük alapján döntsének az átváltás elrendeléséről. Okunk van kételkedni abban is, hogy a szabályozó hatóság által előírt mutatók alkalmas eszközök lennének az átváltásról szóló döntés meghozatalára, hiszen ezeket a menedzsment saját hatáskörében képes jelentős mértékben manipulálni. Az átváltásnak időben meg kell történnie, hogy elkerülhetők legyenek a csőddel kapcsolatos, elsüllyedt költségek. Az átváltás elrendelésének

inkább az egészségünk miatt érzett korai aggodalomnak, mint az utolsó kenet feladásának kell lennie.

Elfogadható módszer lenne az átváltás elrendelésére, ha azt akkor foganatosítanák, amikor a tőkeemfelelési mutató piaci árakon számítva éri el a kritikus értéket (Haldane [2011], Calomiris és Herring [2011]). Ellentétben az alárendelt kölcsöntőkével, a részvényárak – betöltve funkciójukat – jó hat hónappal, vagy még annál is korábban jelezték a bajt az érintett pénzintézetek esetében. A 9. diagram jól szemlélteti ezt a „válságos” és „nem válságos” bankok esetében. A részvényárak tehát időben válságot jeleztek, megkülönböztetve a jó és rossz bankokat. A piac fegyvelmező ereje működött.

9. diagram



Forrás: Capital IQ és banki számítások

(a) A „válságos” bankok olyan jelentős pénzintézetek, amelyek 2008 őszén elbuktak, kormányzati tőkére volt szükségük, vagy válságos körülmények között vették át őket. Ezek a következők: RBS, HBOS, Lloyds TSB, Bradford & Bingley, Alliance & Leicester, Citigroup, Washington Mutual, Wachovia, Merrill Lynch, Freddie Mac, Fannie Mae, Goldman Sachs, ING Group, Dexia és a Commerzbank. A diagram a mintában szereplő azon pénzintézetek súlyozatlan átlagát mutatja, amelyekről az adott napon rendelkezésre álltak adatok.

(b) A „nem válságos” pénzintézetek a következők: HSBC, Barclays, Wells Fargo, JP Morgan, Santander, BNP Paribas, Deutsche Bank, Crédit Agricole, Société Générale, BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, UniCredit, Banca Popolare di Milano, Royal Bank of Canada, National Australia Bank, Commonwealth Bank of Australia és az ANZ Banking Group. A diagram a mintában szereplő azon pénzintézetek súlyozatlan átlagát mutatja, amelyekről az adott napon rendelkezésre álltak adatok.

(c) A vízszintes pontozott vonal a kontingens tőke javasolt kiváltó tényezőjét jelöli, amelyet az I. és II. típusú hibákat egyaránt figyelembe vevő veszteségfüggvény minimalizálásával kalibráltunk. Az I. típusú hiba annak valószínűsége, hogy a konverzióra annak ellenére sor kerül, hogy a tőkére nincs szükség. A II. típusú hiba olyan esemény, amikor a konverzióra nem kerül sor, annak ellenére, hogy a tőkére szükség lenne. A veszteségfüggvény nagyobb súlyt helyez a II. típusú hibákra.

Ne feledjük, hogy a veszteség függvény a bankok teljes skáláját figyelembe veszi, nem csak az egyes csoportok átlagpontszámát.

(d) A piaci kapitalizáció 30 napos mozgó átlaga.

Ha olyan CoCo-k lettek volna, amelyek esetében a piaci árak szolgálnak riasztásul, a válság talán másképp zajlott volna le. A gyengélkedő pénzügyi intézetek megelőző feltőkésítése a CoCo-k automatikus átváltásával vagy a menedzsmentek korrekciós intézkedései révén valósult volna meg, akikre nyomást gyakoroltak volna a (potenciálisan) átváltásra kerülő kötvények vagy a (potenciálisan) felvizezésre kerülő részvények tulajdonosai.

Ez a piaci alapú normatív módszer azzal az előnnyel jár, hogy a rablóból pandurt csinál. A részvényekkel kapcsolatos kockázati ösztönzőket használja fel a piaci fegyelem kikényszerítésére. Mivel kisebb a mérlegelés lehetősége és a csődök száma is, több az esély arra, hogy ezek a szerződések válság idején időkonzisztensnek bizonyulnak. A történelmi tapasztalat alapján ez a legkeményebb dió.

(c) Ellenőrzési jogosítványok

A lehetséges szerkezeti megoldások harmadik csoportja az irányítási rezsim és az ellenőrzés anomáliáinak érdemi kezeléséről szól. A válságot megelőzően már számos javaslat született a banki belső irányítási rezsim megerősítésére. Ezek között olyanok szerepelnek, mint az igazgatóságok szakmai ismereteinek és tevékenységének megerősítése vagy a banki kockázati bizottságok szerepének növelése (*Walker* [2009], *Basel* [2010b], *OECD* [2010]). Ezek a javaslatok a jó irányba tett, megfelelő lépésnek tekinthetők. Ám ha végignézzük a válság során csődbe jutott pénzügyi intézetek külső igazgatóinak illusztris névsorát, náluk jobbat csak a mesékben találunk.

Ha ez így van, mi más lehet még tenni? A bankszakmában kétféle tulajdonosi és ellenőrzési modell létezik: a nyilvános részvénytársasági és a szövetkezeti forma. Az első esetében a tulajdonosi és ellenőrzési jogosítványok a kötelezettségek egy tört részét birtokló, törpe kisebbség kezében vannak, amely a portfóliósúlyoknak megfelelő szavazati jogokkal rendelkezik – valójában ebben az esetben a részvényesek diktatúrájáról beszélhetünk. A másik esetben a tulajdonosi és ellenőrzési jogosítványok a kötelezettségek sokkal szélesebb körét birtokló csoport kezében vannak, amelynek a szavazati jogai függetlenek a portfóliósúlyoktól – ebben az esetben a kötelezettségek demokráciájáról beszélhetünk.

Ezek nagyon különböző irányítási modellek, és mind a kettőnek megvan a maga megbízó-ügynök dilemmája. Az első esetében ez úgy nyilvánul meg, hogy a tőkét birtokló kisebbség kockázat- és járadékadás tevékenységet folytat, potenciálisan a többség rovására. A második esetben egyfajta inerciáról beszélhetünk annak következtében, hogy nem lehet jól összeegyeztetni a szavazati jogokat a pénzügyi szerepvállalással – az irányítási rezsimnek ugyanarról a dilemmájáról van szó, amelyre Bagehot is felhívta a figyelmet a 19. században.

Ám lehetséges olyan szavazati modell kialakítása, amely kiküszöböli e két hiányosságot. Például lehetne szavazati jogokat biztosítani a kötelezettségeket birtokló, szélesebb kör számára. Egy ilyen rendszerben a szavazatok szétosztásának nem egy az egyben kellene megtörténnie, hiszen a részvény alárendelt pozíciót jelent a többi kötelezettséghez képest. Mondjuk a CoCo-tulajdonosok a részvények értékének valamilyen töredéke alapján jutnának szavazati joghoz, ahogy az átlagos betétesek is.

Egy ilyen irányítási és ellenőrzési rendszernek az lenne az előnye, hogy biztosítaná a részvételt a teljes banki mérlegben érdekelt közösség számára. A részvényesi diktatúra ösztönöztsége a járadék vadász tevékenységre valamennyire mérséklődne. Ugyanakkor a szavazati jogokat továbbra is a portfóliósúlyoknak megfelelően kellene kialakítani, elkerülendő a szövetkezeti tulajdonnal együtt járó inerciát. A banki irányítási rezsim egyfajta (kockázattal) súlyozott, vagyonon alapuló demokrácia lenne, a szövetkezeti és részvénytársasági forma hibridje. Ez segítene abban, hogy az ösztönzők megfelelő helyre kerüljenek, és ezenközben fokozná a pénzügyi rendszer sokszínűségét.¹⁷

(d) Teljesítmény és javadalmazás

A pénzügyi rendszer magatartását a teljesítménykritériumok módosításával is javítanunk kell. Egy ideális mutatórendszer kevésbé összpontosít a mérleg sorok egy szűk csoportjára (amilyen például a tőke), és a ROE-nél mindenestre jobban figyelembe veszi a kockázatot. Ezeknek a kritériumoknak az eszközarányos bevétel (ROA) jobban megfelelnie, mert az egész mérlegre kiterjed, és mivel nem javítható a tőkeáttétel növelésével, jobban figyelembe veszi a kockázatot is.

Nem lenne túl nagy erőfeszítés a bankok számára, hogy tőke tervezésükben és javadalmazási politikájukban áttérjenek a ROE-ről a ROA-ra, viszont ez igen nagy hatással lehetne a kockázatvállalásra és a javadalmazásra. Képzeljük el: a hét legnagyobb amerikai bank első számú vezetője 1989-ben beleegyezik abba, hogy javadalmazásuk nem ROE-, hanem ROA-alapon történjen. 2007-re jövedelmük nem növekedett volna tízszeresére, csupán 3,4 millió dollárra az 1989-es 2,8 millió dollárról, azaz a medián amerikai háztartási jövedelem ötszázszorosa helyett csak hatvannyolcszorosára.¹⁸

KÖVETKEZTETÉSEK

A bank és a csőd fogalmának (angolul 'bankruptcy' – *a ford.*) etimológiai gyökerei azonosak; a 13. századig nyúlnak vissza, amikor a bankárok vitték csődbe a bankokat. A 21. században a bankárok még mindig csődbe visznek bankokat, de immáron nem csupán azokat. Csupán Angliában és Walesben több mint 100 000 vállalkozás jutott csődbe 2007 óta. A nemzetközi szinten egyre több államot fenyeget hasonló sors.

És azt bizonyítja, hogy a bankszakma kockázatait a társadalom széles körei viselik, miközben a hozamokat a bankárok szűk köre megtartotta magának. Ez az egyensúlytalanság kockázat és hozam között az elmúlt évszázad terméke, és lényege a perverz tulajdonosi ösztönzés. A helyzet szomorú iróniája, hogy egy tőke nevű eszköz ekkora igazságtalanságot

17 E szavazati technika további finomítható. Például néhányan úgy vélik, hogy a szavazati jogok függővé tehetők a befektetés időtartamától is (Aspen Institute [2009]). Ez gyengítené a rövid lejáratú szemléletet, amely a járadék vadász mentalitás ösztönzője.

18 Egy másik lehetőség a menedzseri és a rendszerszintű ösztönzés közötti összhang megteremtésére az lehetne, ha a menedzsereket nem részvényekkel vagy készpénzzel, hanem CoCo-kal javadalmaznák (Haldane [2011]). Ez növelné a menedzserek érdekelttségét, hogy elkerüljék a konverziót, elijesztve „a ház körül ólálkodó farkast”.

képes okozni (az 'equity' szó tőkét és igazságosságot is jelent – *a ford.*) E hiba kijavítása a befektetőktől, a bankároktól és a szabályozóktól egyaránt azt igényli, hogy gyökerüknél fogva ragadják meg ezeket a perverz kockázati ösztönzőket.

Fordította: Felcsuti Péter

IRODALOMJEGYZÉK

- Acheson, G. G., Hickson, C. R. and Turner, J. D. (2010): „Does Limited Liability Matter? Evidence from nineteenth-century British Banking”, *Review of Law and Economics*, Vol. 6, Issue 2, Article 6.
- Admati, A. and Pfleiderer, P. (2010): „Increased-Liability Equity: A Proposal to Improve Capital Regulation of Large Financial Institutions”, *Graduate School of Business, Stanford University*
- Alessandri, P. and Haldane, A. G. (2009): „Banking on the State”, *Bank of England*, available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech409.pdf>
- Anglo-Continental Guano Works v Bell (Surveyor of Taxes) (1894) 3 TC 239.
- Aspen Institute (2009): „Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management”, *The Aspen Institute Business and Society Program*, September 9.
- Bagehot, W. (1873): „Lombard Street: A Description of the Money Market”, *History of Economic Thought Books*, McMaster University Archive for the History of Economic Thought
- Bankers' Magazine (1951–68)
- Basel Committee on Banking Supervision (2010a): „An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements”, *Bank for International Settlements*
- Basel Committee on Banking Supervision (2010b): „Principles for enhancing corporate governance”, *Bank for International Settlements*.
- Bliss, R. R. and Flannery, M. J. (2002): „Market discipline in the governance of US bank holding companies: monitoring vs. influencing”, *European Finance Review*, Vol.6, pages 361–395.
- Calomiris, C. W. (2011): „Incentive-Robust Financial Reform”, *The Cato Journal*, Vol. 31 No. 3 (Fall 2011): pages 561–589.
- Calomiris, C. W. and Gorton, G. (1991): „The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation”, in „Financial Markets and Financial Crises”, *NBER*, pages 109–174.
- Calomiris, C. W. and Herring, R. (2011): „Why and How To Design an Effective Contingent Capital Requirement”, *Columbia Business School Working Paper*, February
- Calomiris, C. W. and Mason, J. R. (1997): „Contagion and Bank Failures during the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic”, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 87(5): pages 863–83, December
- Cecchetti, S., Mohanty, M. and Zampolli, F. (2011): „The real effects of debt”, *BIS Working Papers 352*, Bank for International Settlements.
- Cleary, E. J. (1965): „The building society movement”, Elek Books
- Collins, M. (1998): „Money and banking in the UK: a history”, Croom Helm
- De Mooij, R. A. (2011): „The Tax Elasticity of Corporate Debt: A Synthesis of Size and Variations”, *IMF Working Paper Fiscal Affairs Department*, WP/11/95
- Economist (1879): October 25, page 1224
- Fahlenbrach, R. and Stulz, R. M. (2011): „Bank CEO incentives and the credit crisis”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 99(1): pages 11–26, January.
- Farmer (Surveyor of Taxes) v. Scottish North American Trust, Ltd (1912) AC 118.
- Flannery, M. J. (2010): „Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates”, *CAREFIN Research Paper*, No. 04/2010.
- Flannery, M. J. and Sorescu, S. M. (1996): “Evidence of bank market discipline in subordinated debenture yields: 1983–1991”, *Journal of Finance*, Vol.51, No.4, pages 1347–1377.
- Goodhart, C (2011): „The Basel Committee on Banking Supervision”, *Cambridge University Press*.
- Gorton, G and Santomero, A. M. (1990): „Market discipline and bank subordinated debt”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 22(1): pages 119–128.
- Graham, J. R. (2008): *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 2 (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland): Chapter 11.

- Grossman, R. (2001): „Contingent capital and bank risk-taking among British Banks before World War 1”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2): pages 143–59.
- Grossman, R. and Imai, M. (2011): „Contingent capital and bank risk-taking among British banks before World War 1”, Wesleyan Economics Working Papers, 2011–003.
- Haldane, A. G. (2011): „Capital Discipline”, remarks given at the American Economic Association, Denver on 9 January 2011, available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech484.pdf>
- Haldane, A. G. (2010): „The \$100 Billion Question”, speech given at the Institute of Regulation & Risk, North Asia (IRRNA): available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech433.pdf>
- Hellwig, M. (2010): „Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?” *Ifo Institute for Economic Research, University of Munich*, vol. 8(2): pages 40–46.
- International Monetary Fund (2009): „Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy”, available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/061209.pdf
- Kou, S. G. (2002): „A jump diffusion model for option pricing”, *Management Science*, 48:8, pages 1086–01.
- Macey, J. R. and Miller, G. P. (1992): „Double liability of bank shareholders, history and implications”, *Wake Forest Law Review*, page 36.
- Merton, R. C. (1974): „On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates”, *Journal of Finance*, Vol. 29, No. 2, (May): pages 449–470.
- Miles, D, Yang, J and Marcheggiano, G (2011): “Optimal bank capital”, Bank of England External MPC Unit Discussion Paper No. 31, April
- Mirrlees, J. (2011): „Reforming the tax system for the 21st century”, Institute for Fiscal Studies
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963): „The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261–297.
- Morgan, D. P. and Stiroh, K. J. (1999): „Bond market discipline of banks: is the market tough enough?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.95.
- New Economics Foundation (2011): „Quid Pro Quo: Redressing the privileges of the banking industry”
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2010): „Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions on emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, available at <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>
- Oxera (2011): „Assessing state support to the UK banking sector”, *Oxera Consulting Limited*.
- Perotti, E. C., Ratnovski, L. and Vlahu, R. (2011): „Capital Regulation and Tail Risk”, *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, No. 8526.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2009): „The Aftermath of Financial Crises”, *American Economic Review*, vol. 99(2): pages 466–72, May
- Hickson, C. R. and Turner, J. D. (2005): „Corporation or Limited Liability Company”, *Encyclopedia of World Trade since 1450*, Macmillan.
- House of Commons Treasury Committee (2010): „Too important to fail – too important to ignore”, Ninth Report of Session 2009–10, House of Commons 261-i.
- Turner, J. D., „Liability Regimes, Shareholder Capital, and the Genesis of Bank Regulation in Britain”, Mimeo.
- Turner, J. D. (2009): „The last acre and sixpence: views on bank liability regimes in nineteenth-century Britain”, *Financial History Review* Vol. 16, Issue 2, pages 111–127.
- US Treasury (2011): „Financial Stability Oversight Council 2011 Annual Report”, available at <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/FSOCAR2011.pdf>
- Walker, D. (2009): „A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities”, available at http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf