

HARBULA PÉTER

Tulajdonosi és nagyvállalati struktúra a francia gazdaságban

Bár nem igazán közismert, de a francia gazdaság jelentős változásokon ment keresztül a nyolcvanas évek közepétől. Egy rövid, az állami tulajdonnal fémjelzett időszakot követően a privatizációk során bonyolult, nehezen átlátható nagyvállalati kereszttulajdonlási rendszer jött létre, amely egyúttal a francia gazdaság tulajdonosi szerkezetének az alapjait is jelenti. Ennek hagyományait a korábbi évtizedek „pénzügyi csoportok” hegemoniájával jellemezhető időszaka adta. Az így kialakult rendszer alkotja a francia gazdaság „kemény magját”. A tanulmány a vállalatirányítási (*corporate governance*) elméletén belül egy sajátos francia modellt ismertet meg, amelynek a változásai szorosan összefüggnek a tulajdonosi szerkezet átalakulásával is.

„Ülj veszteg nyomorult, s másnak hallgass a szavára,
arra, ki nálad több: te silány vagy s gyáva a harcra.
Nem jössz számba te sem harcban, sem a harci tanácsban.
Nem lehetünk itt mindnyájan fejedelmek, akhájok!
Nem jó ám a sok úr kormányzata; egy legyen úr csak,
egy a király, kit sarja csavartelméjű Kronosznak
tett fejedelmünké törvényeivel s jogaival.”

(Homérosz: *Iliász*, II. 200–206.

Devecseri Gábor fordítása)

A pénzügyi csoportok definíciója és kialakulása

A francia vállalatok szerkezete és a tulajdonosi struktúrájának a kérdése két igen lényeges szempont miatt függ össze. Egyfelől a francia állam paternalista jellege miatt az állami vállalatok a többi fejlett kapitalista országokra jellemzőnél jóval erősebb szerepet tölthettek be a gazdasági életben – olyan területeken is, ahol egyébként a magánvállalatok szoktak dominálni. Másfelől a nyolcvanas évek változásai folyamán a nagyvállalatok között kereszttulajdonlási rendszer alakult ki, amely nem a vállalati szerkezetet, hanem annak a tulajdonosi oldalát borította fel, elsősorban a vállalatok irányításának a kérdésében. Ennek az alapjait az államosítások előtti rendszer alkotta, amelyet a „pénzügyi csoportok” uralkodásával jellemezhetünk.

Ahhoz, hogy világosan lássuk, mi is az a jelenség, amelynek jelenlétét és lényeges hatásait vizsgáljuk, pontosan meg kell határozni a *pénzügyi csoport* fogalmát, hogy elkülöníthessük azt az egyszerű csoport fogalmától. Ez utóbbit elemzők a hatvanas-hetvenes évek tájékán határozták meg, és ez gyakorlatilag nem más, mint a régi *trust* fogalma, amelyet a két világháború közötti Egyesült Államok gazdaságában találunk meg. A nagy

szolgáltató- és ipari vállalatok terjeszkedése, diverzifikációja, vertikális és horizontális integrációjának a kiterjedése során mind egy anyavállalat vagy holding köré csoportosultak. A pénzügyi és/vagy a menedzseri ellenőrzés irányítja és ellenőrzi a leányvállalatokat és azok leányvállalatait, meghatározza számukra a követendő stratégiát, tevékenységi körüket, ellenőrzi a vezetők kiválasztását. Az anyacég irányítja az erőforrások elosztását, a pénzmozgásokat a csoport tagjai között, továbbá a pénzügyi piacokkal, valamint a külső környezettel, kormányzattal és a politikával való kapcsolatokat is koordinálja (Bergeron [1991]).

A pénzügyi csoportok abban térnek el az egyszerű értelemben vett csoport fogalmától, hogy a vállalatoknak terjeszkedésük során pénzügyi részlegük is lett, s majd ez a pénzügyi központ vette át az egész vállalatcsoport ügyeinek az intézését, kezelését. Ez a „csoportbank” a csoport tagjai számára (belső) hiteleket nyújt, kezeli a csoport készpénzállományát és devizaügyleteit egy közös „kincstár” segítségével. Szemléltetésül néhány példa a pénzügyi csoportok bankjaira. A General Electric ilyen, hasonló jellegű pénzügyi intézménye például a General Electric Capital. A Renault ilyen intézménye a Renault Crédit International (Svájcban Renault Finance és Hollandiában Renault Acceptance). Összefoglalva az eddig elmondottakat, tisztázhatjuk, hogy e tanulmányban mit takar a pénzügyi csoport fogalma Franciaországban. Olyan vállalatcsoportról van szó, amelynek – terjeszkedése során – központjába olyan befektetési vagy kereskedelmi bank került, amely széles diverzifikált portfólióval rendelkezik a gazdaság különböző szektoraiból. Igen fontos kitétel a banki központúság, vagyis a pénzügyi csoport egyik legfontosabb sajátossága, hogy a befektetési holding egy pénzügyi intézet tulajdonában vagy azzal kereszttulajdonlásban van.

A pénzügyi csoportok gyökerei egészen a múlt század elejéig nyúlnak vissza. Az 1830–1950-es évekre tehető az első pénzügyi csoportok kontúrjainak a kirajzolódása. Egyes bankházak (*Hautes Banques*¹) a hagyományos kereskedelmi banki tevékenységükön (vagyonkezelés, nemesfémportfóliók kialakítása, deviza- és aranykonverzió) túl az ipari forradalom Franciaországában is egyre inkább terjedő jelenségekkel, a befektetésekkel kezdtek foglalkozni. A Rothschild bank tekinthető például az első ilyen pénzügyi csoport *arche* típusának. Az 1845-ben alapított bankház az 1937-es államosításáig az Északi Vasúti Társaság kizárólagos tulajdonosa és üzemeltetője volt. Ilyen szempontból a Rothschild bankház úttörő szerepet töltött be, mivel először kapcsolta össze a befektetési társaság és a bank szerepét Franciaországban (Bonin [1996]).

A 19. század közepe után jelentek meg a francia gazdaságban patinás pénzügyi csoportok, amelyek még máig is jelentős szerepet töltenek be a modern francia gazdasági életben. 1863-ban alakult meg a Crédit Lyonnais, amely először biztosítási, vegyipari és ingatlantársaságokban szerzett részesedést. A pénzügyi csoportok igazi „atyjának” a Sociéte Générale de Belgique-t lehet tekinteni. A kezdetben biztosítással foglalkozó társaság a 19. század végére igen jelentős nehézipari portfóliót mondhatott magáénak, de mindvégig megőrizte a kettős banki arculatát. Egy további ilyen „ősbank” a Banque de Paris et des Pays-Bas (1829 óta Paribas), amely 1872-ben jött létre több, már létező pénzügyi intézet fúziójaként. Ez a bank a 20. század elején vált igazán kettős arculatú bankká, és ezt az arculatát egészen napjainkig megőrizte (uo.).

A Banque de l'Indochine, amely eredetileg emissziós pénzügyi intézet volt Indokínában, az 1930-as években kezdett először befektetési tevékenységet folytatni, és elsősorban az ázsiai területeken terjeszkedett. Miután a második világháború befejeződését követően tevékenységét Franciaországba helyezte át, megindult a vállalat terjeszkedése. A Suez-csoport eredetileg 1857-ben alakult, és a szuezi csatorna építésével s üzemeltetésével foglalkozott, amely a portfóliójában maradt a csatorna 1956-os államosításáig. Már korábban felkészülve a koncesszió elvesztésének a lehetőségére, a vállalat már a második világháború után kezdte kihelyezni fölös pénzeszközzeit. A kezdeti kimondottan vagyonkezelői szerep akkor változott meg, amikor a csoport addig passzív bankja felvásárolta egy másik, csak informálisan létező csoport (J. Francés) bank-

¹ Ez a gyűjtő elnevezése a régi, patinás múlt századi francia bankoknak, amelyek többsége ma már nem létezik.

ját (L'Union des Mines – La Héning) 1966-ban. A csoport meghatározó jellegzetessége marad a pénzügyi szolgáltatások területén betöltött jelentős szerep, a diverzifikáció irányítását a reálszférában pedig egy befektetési társaság veszi át, a Compagnie Financière de Suez (uo.). A Paribas jelenti ezekben az években az egyik legjelentősebb pénzügyi csoportot. Szerkezete hasonló a Suez-csoportéhoz – igen erős pénzügyi és bankszolgáltatási pólussal –, továbbá egy erős befektetési társaságon keresztül a reálszférában felépíti az egyik legjelentősebb csoportot. A Paribas erősségét szintén ez a kettős – pénzügyi és reálszférában egyaránt jelen lévő –, egymást jelentősen támogató részvétel adja. A Paribas esetében is kialakult egy társaság, amely a befektetési tevékenység koordinálását és végrehajtását végezte, a *Compagnie Financière de Paribas* (Morin [1977]).

A tulajdonosi és vállalati szerkezet változásai a hetvenes és nyolcvanas években

A pénzügyi csoportok jelenléte mellett a második világháború utáni francia gazdaságot az állami beavatkozás jelentős szerepe is jellemezte. Ez elsősorban állami vállalatok jelenlétén és alapításán keresztül valósult meg stratégiai fontosságú kulcsszektorokban (atomenergia, szállítás). Az állam támogatta a nagy francia csoportok kialakulását, hogy igazi „nemzeti bajnokok” jöhessenek létre, amelyek a külföldi vállalatokkal képesek sikeresen felvenni a versenyt. A pénzügyi csoportok kialakulását gyakorlatilag burkolt állami támogatás kísérte, mert a központi kormányzat nemhogy nem támasztott versenyjogi akadályokat, hanem a jogi szabályozás változtatásával és adókedvezményekkel nyíltan is elősegítette a koncentrációt.

A világgazdasági helyzet változása és a belső terjeszkedési lehetőségek időleges megcsappanása önkéntelenül felvetette a pénzügyi csoportok fúziójának a lehetőségét. Ennek az egyik előfutára volt, amikor 1964-ben a Banque de l'Union Parisienne bekerült és részben integrálódott a Suez-csoportba, más részei ugyanakkor a Paribas-csoport ellenőrzése alá kerültek. A Suez nem állt meg a terjeszkedésben, és a hetvenes évek közepére bekebelezett két jelentősebb pénzügyi csoportot: a Banque de l'Indochine-t és a J. Francès-csoportot. A Suez-csoport legnagyobb ellenlábas a terjeszkedésben a Paribas-csoport volt, amelynek viszont teljes egészében a kezére kerültek a Banque de l'Union Parisienne-csoport elemei, egy „barátságos” felvásárlás keretében.² Harmadikként a Rotschild-csoport volt az, amely kisebb csoportok bekebelezésével és a már korábban kialakított pozíciójának köszönhetően harmadik gigászként talpon tudott maradni (Bonin [1996]).

A francia gazdaság képe a hetvenes évek közepére megváltozott, hármas tagolású lett (Suez, Paribas, Rotschild), mindegyik pólusban egy-egy gigantikus méretű pénzügyi csoport állt. Ezek lehetőségeikhez mérten – amelyek a hetvenes évek második felében a stagflációs válság nyomán megcsappantak – folytatták terjeszkedési politikájukat. A vállalatok közötti szoros kapcsolatok, illetve a pénzügyi szektorral való összefonódás óriási erőt jelent a pénzügyi csoportok számára, amelyek a reálszférának nagy részére képesek közvetlen vagy közvetett úton nyomást gyakorolni. Ennek a problémának a témakörében komoly kutatások folytak³ a francia egyetemeken, és a kérdés olyannyira kihatott a poli-

² Ez az ügylet egy nagyobb felvásárlási csomag részeként jött létre, amikor is a Suez- és a Paribas-csoport közös célpontokért folytatott versenyben kötött végül egy egyezséget. Ennek a keretein belül egyeztek úgy meg, hogy felosztották egymás között a potenciális célpontokat, illetve a Banque de l'Union Parisienne-csoport teljes egészében a Paribas-csoport kezébe került.

³ Az érdeklődő számára a következő művekben lehet a kérdésnek részletesebben utána nézni: *Sagou* [1981], *Morin* [1977], [1979].

tikai életre is, hogy *Mitterrand* elnök választási programjában szerepelt a pénzügyi csoportok hegemóniájának megtörése.

Az államosításokat 1981 júliusában jelentették be, és 1982 februárjában láttak hozzá a megvalósításhoz. Ennek során ipari nagyvállalatok kerülnek állami kézbe (Compagnie de Saint-Gobain, Rhône-Poulenc és Thomson Brandt), továbbá három pénzügyi csoport is teljes egészében: a Paribas-, a Suez- és a Rotschild-csoport. A szocialista kormány elképzelése az volt, hogy az új állami ipari szektor váljék majd a gazdaság „új” motorjává, amely fellendíti a gazdaságot, és ezáltal tompítja a francia gazdaság két krónikus betegségét: a munkanélküliséget és az egyenlőtlen jövedelemelosztást. A központosító program ellentétben állt a világgazdaságban akkor végbemenő folyamatokkal (gondoljunk a reagani és thatcheri gazdaságpolitikára az angolszász országokban). Az állami beavatkozás hatékonyságának a korlátait látva és felismerve, fordulat következett be a francia gazdaságpolitikában a nyolcvanas évek közepén. A kérdést kutató szakirodalomban szereplő álláspontok élesen ellentmondanak egymásnak a privatizáció szükségességéről és annak az eredményeiről, hatásairól. Ennek oka, hogy a kérdést nem szűken vett gazdasági érvek, hanem politikai és ideológiai elképzelések összecsapásaként is meg lehet ítélni. A mi szempontunkból azonban cseppet sem magának a privatizációnak a vitatása a fontos, hanem sokkal inkább az általa elindított folyamatok az érdekesek, mert ezek Franciaországban egy új gazdasági szerkezet kialakulásához vezettek.

Az 1986-ban meghirdetett reprivatizáció során a kormány a túlméretezett állami szektor leépítését és az 1981 előtti helyzet visszaállítását tűzte ki célként. Ennek a folyamatnak az eredményeként ha nem is alakult ki a korábbi, pénzügyi csoportok által fémjelzett rendszer, de kifejlődött egy, a kereszttulajdonlásokon alapuló francia vállalati struktúra – inkább a véletlennek, semmint a tudatos tervezésnek köszönhetően. Ez az úgynevezett „kemény mag” adta meg a nyolcvanas évek közepétől, és adja még ma is a francia reálszféra „szívét”.

A privatizációt a francia tőzsdén keresztül bonyolították le, azért, hogy a részvényeket minél szélesebb körben teríthessék a részvényesek között. A privatizációs folyamatban nemigen vettek részt kiemelten támogatott stratégiai befektetők, amelyek nagyobb részvénycsomagot jegyezhetek volna a kibocsátás során. A szabályozás igyekezett elkerülni a kereszttulajdonlásban élenjáró, illetve a nagyobb pénzügyi csoportok komoly részvényszerzését. Ugyan ők is hozzájutottak részvényekhez a privatizáció során, de korántsem nagyobb mennyiséghez. A nyolcvanas évek során a nagy hármassal eltűnésével kialakultak új, ám náluk jóval kevésbé jelentős pénzügyi csoportok (családiak és pénzügyiek egyaránt), de helyzetük messze nem annyira meghatározó, mint ahogy korábban az megszokott volt (*Chabanas-Vergeau* [1994]).

Mindezek ellenére a privatizáció során a részvények többségét általában a legnagyobb francia vállalatok vásárolták meg, sokszor azok, akik még állami tulajdonban voltak, és maguk is privatizációra vártak. Ennek az oka egyrészt az volt, hogy ők voltak a piac egyetlen olyan magas likviditású szereplői, akik képesek voltak és szándékoztak is részvényt venni. Másrészt pedig szerepet játszottak a személyi összefonódások, valamint egymás hatalmának (a menedzserek hatalmának) kölcsönös biztosítása is. Így gyakorlatilag egymás között oszlott meg a részvények nagy része, mivel egymás részvényeit vásárolták fel a vállalatok. Ha egyenként nem is rendelkeztek nagy részesedéssel – a szétzilált részvényesi struktúrájának köszönhetően és összeadva az erőiket –, képesek voltak a vállalat irányítására. Tehát egy új szerkezet alakult ki, amelyet a kereszttulajdonló vállalatok és több tucat kisebb pénzügyi csoport fémjeléz, de mivel ezek egymással is összefonódnak, a nyolcvanas évek végétől igazából a kereszttulajdonlást nevezhetjük a gazdasági szerkezet alapvető jellegzetességének.

A „kemény mag” tündöklése és bukása

A hatvanas és a hetvenes években a Paribas és a Suez (valamint a Rothschild) játszottak domináns szerepet, és kapcsolati, leányvállalati és részesedési hálójukon keresztül komoly mértékben befolyásolták a francia gazdaság dinamikáját. A privatizációval a francia gazdaság befolyásolási pólusai eltolódtak az állami tulajdonú intézmények felé (például Caisse des Dépôts, Crédit Lyonnais), míg az előbbieket korábbi meghatározó szerepe erőteljesen csökkent, ráadásul bekerültek az állami bürokrácia „útvesztőibe” is, ami lassulást jelentett a döntéshozatalban. A reprivatizáció során megszűnt ez az állami tulajdonú pénzügyi csoportok körüli kialakult pólus, hogy helyet adjon egyfelől a pénzügyi csoportok részleges feltámadásának [Paribas, Suez, de újjak is: CNM, UAP–GAN–Axa, Caisse des Dépôts (már privatizálva)], másfelől egy polarizált, az egymás keresttulajdonlásán alapuló vállalati–pénzügyi szövetség, egymással kapcsolatban álló, tehát nem ellenséges „mag” jött létre.

Az állam nem vonult ki teljesen sem a reál-, sem a pénzügyi szférából, a stratégiai iparágakon kívül is maradtak érdekeltségei (például Renault), de ezek már jellemzően nem többségi, hanem csak kisebbségi érdekeltségek, és az állam nem is viselkedik aktív tulajdonosként. A régi pénzügyi csoportoknak újbóli megjelenését csak azért nevezhetjük részlegesnek, mert a Suez és a Paribas esetében a befektetési társaság és a pénzügyi csoport közötti tulajdonosi kötelékeket elvágta az államosítás, igaz viszont, hogy a privatizáció után ezek a kapcsolatok újra kialakultak, de már a keresttulajdonlások bázisán. A Compagnie Financière de Suez például a Suez bankot ellenőrizte az kilencvenes évek elejéig, amíg a holding hatalmas veszteségeinek a fedezésére a bankot el nem adták a Crédit Agricole-nak (Bancel [1997]). A kialakult két pólus közül az egyikben az Alcatel, a Paribas(!), a Société Générale, a Générale des Eaux és az AGF található. A másik pólust a BNP, a Suez(!), az UAP, az Elf-Aquitaine és a Saint-Gobain jellemzi. Ez nem azt jelenti, hogy a pólusok kizárólag ezekből a vállalatokból állnának, hanem hogy ezek a társaságok rendelkeznek egymásban jelentős irányítási képességekkel (ami nem feltétlenül jelent jelentős tulajdonosi részesedést is!), és maguk is egy-egy jelentős vállalati csoport élén állnak – megint csak elsősorban irányítási, nem pedig részesedési szempontból (Bonin [1996]). A tanulmány későbbi részében részletesen lesz arról szó, hogyan lehetséges az irányítási képesség gyakorlása a részesedések magas arányának a tulajdonlása nélkül, a francia vállalatirányítási (*corporate governance*) modell bemutatása során. A keresttulajdonlások számát az 1. táblázat tartalmazza, bemutatva a francia tőzsdeindexben (CAC 40) szereplő vállalatok egymás közötti részesedéseit (tehát egy, a tőzsdeindexben szereplő vállalat hány másik, a tőzsdeindexben szereplő vállalatban birtokol részesedést).

Az 1. táblázatnak nagy hiányossága, hogy nem tartalmazza a leányvállalatokon keresztül „burkolt” részesedésszerzést, de ezekre vonatkozóan nehezen lehet pontos, megbízható és valós adatokat szerezni. Így mindenképpen helytálló az a feltételezés, hogy az 1. táblázat alulbecsüli a keresttulajdonlások mértékét. Másfelől persze az 1. táblázat csak a CAC 40 vállalatait tartalmazza, így kimaradt számos jelentős nagyvállalat (például SFR, CGE, Crédit Lyonnais, Vivendi) „hozzájárulása” a keresttulajdonlásokhoz. Azonban nemhogy az egész nagyvállalati szektor, hanem csak a tőzsdén jegyzett francia vállalatok (606 darab) keresttulajdonlásának a felmérése hatalmas munkát igényelne, ami meghaladja ennek a dolgozatnak a kereteit. Az 1. táblázatból azonban látható, melyek a „keresttulajdonlásban” élenjáró vállalatok (egyfelől a Société Générale, illetve az UAP–Axa, továbbá jelentős a szerepe még a Suez-nek, a Paribas-nak, a BNP-nek és a Générale des Eaux-nak). Ha azonban jobban megvizsgáljuk a vállalatok egymás közötti tulajdoni arányát, sokkal inkább egy kompakt rendszer tűnik fel, semmint egy polarizált struktúra.

1. táblázat
A CAC 40 vállalatai közötti kereszttulajdonlások száma

A vállalat neve	A kereszttulajdonlás száma	A vállalat neve	A kereszttulajdonlás száma
Accor	1	Lagardeere Groupe	3
AGF	8	Legrand	0
Air Liquide	0	LVMH	0
Alcatel-Alsthom	3	Michelin	3
Axa-UAP	17	Peugeot	1
Bic	1	Paribas	9
BNP	12	Pinault Printemps	0
Bouygues	0	Renault	5
Canal +	3	Rhône-Poulenc	7
Carrefour	0	Promodees	0
CCF	4	Saint-Gobain	4
Crédit loc. France (Dexia)	0	Sanofi	0
Danone	2	Schneider	2
Elf-Aquitaine	3	Société Générale	17
Euridania	0	Suez	8
France Télécom	3	Thomson-CSF	4
Général des Eaux	10	Thomson-SGS	1
Havas	2	Total	2
Lafarge	1	Usinor	2
L'Oréal	1	Valéo	0

Forrás: A párizsi tőzsde adatai alapján, 1997. december 31-i állapot.

Az 1. ábra ennek a sémáját próbálja bemutatni néhány vállalaton keresztül. Ezek az adatok az összefonódások bonyolult rendszerének csak egy töredékét mutatják be, hiszen az 1. ábra nem jelzi a leányvállalatokon keresztüli befolyást, ezért feltételezhetjük, hogy a valóságban ennél még összetettebb a helyzet.

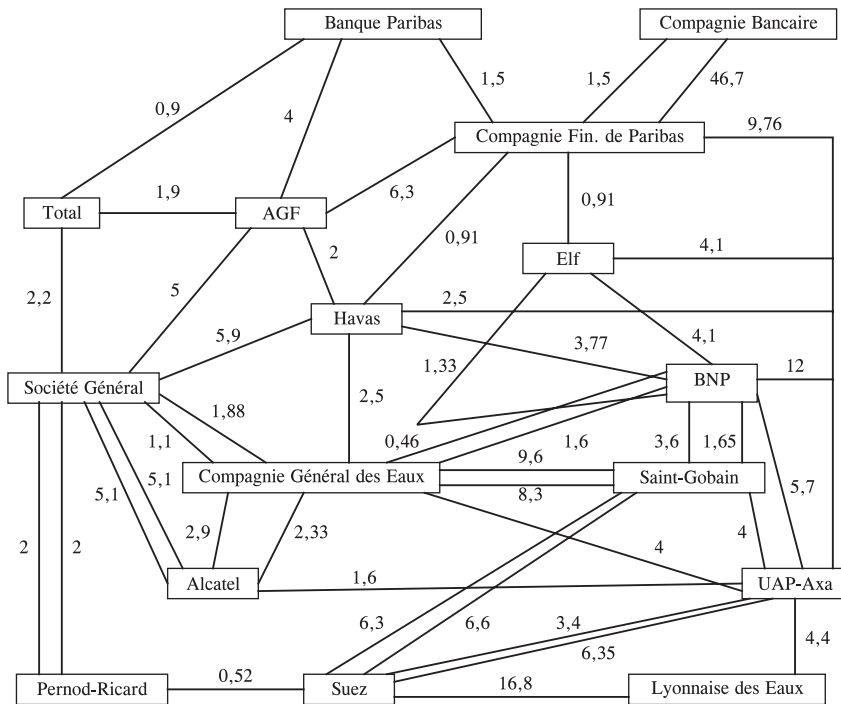
Az 1. ábra is mutatja, a kereszttulajdonlások hálójának nincs igazi szakadása, még ha ki is rajzolódna bizonyos pólusok. Példának okáért a Saint-Gobain-nek 8,3 százalékát a Général des Eaux, 6,6 százalékát a Suez, 4 százalékát az UAP-Axa, 1,65 százalékát a BNP birtokolja. A Général des Eaux 4 százalékban az UAP és 1,1 százalékban a Société Générale tulajdonában áll. A francia „kemény mag” elsősorban egy kompakt, zárt rendszernek tekinthető. Tovább bizonyítja a rendszer sajátosságát, jellegzetességét, hogy számításaim szerint a francia tőzsdei vállalatok részvényeinek 61 százalékát birtokolják más francia, tőzsdei és nem pénzügyi részvénytársaságok,⁴ míg az OECD adatai szerint ez az arány Németországban 39 százalék, Nagy-Britanniában pedig 17 százalék.⁵

A kereszttulajdonlások rendszere azonban minden valószínűség szerint jelentős változások előtt áll. Ennek okát egyfelől a pénzügyi piac fokozatos liberalizálódásában kell keresni. A tőkepiacok egyre liberalizáltabbak lettek Franciaországban, és az 1990-es évek elejétől már elkezdődött a külföldi befektetők beáramlása. Egy részük a francia vállalatok finanszírozási szükségletét segített kielégíteni részvény- és kötvényvásárlásokkal, egy másik részük pedig felvásárolható vállalatokat keresett. Ennek következtében a francia vállalatok

⁴ A számításokat a francia tőzsde 1997. évi gyors jelentései alapján végeztem el (*Tendances...* [1998]).

⁵ *Tendances des marchés...* [1995].

1. ábra
Kereszttulajdonlások egyes francia tőzsdei vállalatok között
(százalék)



latok is kénytelenek voltak védekezni a felvásárlások ellen, aminek egyik módja az lehet, hogy megszabadulnak a felesleges részesedéseiktől, forrásokat szabadítva fel az anyavállalat megvédésére. A beáramló külföldi tőke ugyanis felboríthatja a kereszttulajdonlások rendszerét, mert egy esetleges felvásárlás megszakíthatja a tulajdonlási láncot. Másfelől azonban a francia vállalatoknak a finanszírozásukhoz szükségük van a külföldi tőkére, de a nem egyértelmű tulajdonosi viszonyok esetén nem lehet tudni, mennyire hajlandó bejönni a szükséges tőke. A francia gazdaságirányítókban is felvetődik, hogy a jogi keretszabályozást úgy változtassák meg, hogy egyre kevésbé legyen létjogosultsága a kereszttulajdonlások rendszerének. Persze ehhez még a vállalatoknak is lesz egy-két szavuk...

Szakítsuk most meg a francia gazdaság szerkezetének tanulmányozását, s vizsgáljuk meg, hogyan képesek a vállalatok a kereszttulajdonlások rendszerében egymást irányítani!

A vállalatirányítás (*corporate governance*) jogi háttere Franciaországban

„*Un peuple n'a qu'un ennemi dangereux: c'est son gouvernement*”.⁶ A vállalatirányítás (*corporate governance*) tartalmazza ezt az alapgondolatot, vagyis felhívja a figyelmet a tulajdonos és a menedzser közötti érdekkülönbségekben rejlő veszélyekre. E kérdéskör többoldalú megközelítést kíván, egyfelől a közgazdaságtan, másfelől az üzemgazdaságtan és harmadsorban a jog felől. Az a definíció, amit szeretnék bemutatni, a kérdést

⁶ Egy népnek csak egyetlen veszélyes ellensége van: a kormánya (*Saint-Just*).

erősen leegyszerűsíti: *a corporate governance nem más, mint egy adott időben és adott helyen azoknak a szabályoknak az összessége, amelyek meghatározzák vállalat működését és ellenőrzését.*⁷ A vállalatirányítás (*corporate governance*) témakörével a francia közgazdasági irodalomban csak az utóbbi időkben foglalkoznak részletesebben. Ez egyfelől annak tudható be, hogy a témának a sajátosságai csak az utóbbi idők változásai során lettek lényegesek a francia gazdaságban, másfelől a korábbi évek gyakorlata alapján az ezzel kapcsolatos jelenségek nemigen voltak láthatók, igaz, még manapság is csak lassan kerülnek felszínre.⁸ A téma akkor vált érdekessé, amikor a francia részvényesek köre kibővült a hazai és külföldi befektetőkkel – egy időben a privatizáció és a tőzsde liberalizálásával.

A francia vállalatok szabályozását először a modern kornak megfelelően az 1966. július 24-i társasági törvény rendezte. Már létezett korábban is törvényi szabályozás, amely az előző századból származott, illetve módosításai a két világháború közötti időszakból, de a modern gazdasági rendszernek, társasági formáknak az 1966-os törvényi szabályozás felel meg. A jogi háttér definiálása során nem foglalkozom csak a részvénytársaság (franciául: *société anonyme*, azaz „névtelen” társaság)⁹ szabályozásának az ismertetésével, mert a magyar gazdasággal ellentétben, a francia jogi rendszer keretei között nincs szükség a bennfentesség megőrzésének a védelmében a német típusú jogban korlátolt felelősségűnek nevezett társaságok alkalmazására. Ezért a nagyobb, „komolyabb” vállalatok kivétel nélkül részvénytársasági formában működnek. A törvény értelmében a francia részvénytársaságok választhatnak kétféle irányítási módozat között. Az egyik a *conseil d’administration* (igazgatótanács), a másik pedig a *conseil de surveillance – directoire* (felügyelőbizottság – igazgatóság) kettős rendszerre. A részvénytársaság fő döntéshozó szerve a közgyűlés, amelyen a vállalat részvényesei vesznek részt.

Az igazgatótanács feladata a vállalat eszközeinek a védelme a részvényesek érdekében, a társaság vezetésének döntései feletti felügyelet, a vállalat eszközeinek és forrásainak hosszú távú tervezése, a felhasználások és források (tőkeforgalom) megtervezése és ellenőrzése, a vezetők közvetlen ellenőrzése és értékelése. Érdemes megjegyezni, hogy az igazgatótanácsra kirótt feladatok száma nagy, tagjaitól jelentős munkaráfordítást követelnek meg, továbbá feltételezik, hogy a sikeres végrehajtásukhoz az igazgatótanács tagjai egyszerre képesek objektíven megítélni a menedzsmentet, és ugyanakkor igazi menedzserek, az operatív irányításhoz értő vezetők is. Az igazgatótanács tagjait a közgyűlésen választják meg, díjazásuk előre megszabott, fix összeg (*jeton de présence*) (Charreaux [1994]).

Az igazgatótanács, noha a döntési, ellenőrzési és szankcionáló jogok többségével rendelkezik, a valóságban nem képes a ráruházott jogokat teljes mértékben kihasználni, mert évente csak néhány alkalommal ül össze. Az igazgatótanács saját jogai közül néhányat kénytelen delegálni, illetve megosztani a saját soraiból kiválasztott taggal, az igazgatótanács elnökével (*président du conseil d’administration*). Ugyanazon 1964-es törvény 113. paragrafusa az elnök jogkörét szintén meghatározza: „a legszélesebb jo-

⁷ A *corporate governance* témaköre tekintélyes irodalommal rendelkezik, ezért most hely hiányában nem fejtem ki az alapvető gondolatokat, hanem az érdeklődő számára a *Hivatkozásokban* szereplő, idevonatkozó műveket ajánlom.

⁸ Bár a *corporate governance*-szel foglalkozó első könyv 1932-ben jelent meg (Berle–Means [1932]), a téma csak a hetvenes évektől kezdődően került a közgazdasági gondolkodás középpontjába.

⁹ Az elnevezés arra utal, hogy a társaság tulajdonosai nincsenek nevesítve, tehát anonimok, titkosak maradhatnak úgy is, hogy jogaikat képesek gyakorolni a közgyűlésen. A francia jog is ismeri a névre szóló részvényt, de a jogi főszabály értelmében alapvetően bemutatónak szólnak a részvények, bár a törvény diszpozitivitása bizonyos esetekben megengedi az eltérést.

gokkal rendelkezik, hogy a vállalat érdekében cselekedhessen”.¹⁰ Szemben az igazgatótanáccsal, az igazgatótanács elnöke az igazi vezető, mert állandóan jelen van a vállalatnál, részt vesz a napi döntésekben a társaság vezetésével kapcsolatban, sőt, azokat személyesen ő hozza meg, ő képviseli a társaságot harmadik féllel szemben. A legfontosabb kérdés azonban az lehet, hogy rendelkezik-e az igazgatótanács annyi önállósággal az elnökével szemben, hogy megfeleljen a feladatának. Az igazgatótanács elnöke gyakorlatilag a Magyarországon értelmezett vezérigazgató hatáskörének nagy részét, valamint az igazgatóság, illetve a felügyelőbizottság elnökeinek a jogait is nagy részben gyakorolja. Eppen ezért rendkívül erős hatalmi pozícióban van.

Az 1966. július 4-i törvény az igazgatótanáccsal szemben egy másik lehetőséget is kínál a vállalati irányítás intézményi kereteinek, ez pedig a *conseil de surveillance* (felügyelőbizottság) és a *directoire* (igazgatóság) kettős rendszere. Ez a rendszer a német típusú berendezkedéshez hasonló intézményi rendszert próbálta meghonosítani. Sok eleme rokon a magyar rendszerrel, hiszen azt is a német jogcsalád alapján alakították ki. Az igazgatóság „széles jogkörrel rendelkezik, hogy a társaság érdekében és a társaság céljainak megfelelően cselekedjen; a közgyűlés és a felügyelőbizottság tételesen meghatározott jogait nem bitorolva el, és az ezek által korlátozott jogköröket figyelembe véve minden harmadik féllel szemben” (124. §).¹¹ Az igazgatóság a jogkörök alapján tulajdonképpen az igazgatótanács elnökének felelhet meg, és hasonló jogkörökkel is rendelkezik. Mivel azonban az igazgatóság a döntéseit egyhangúan hozza meg, míg az igazgatótanács elnöke egy személyben dönt, a mechanizmus egyszerűségében és gyorsaságában komoly eltérés van.

Mint azt már az eddigi jogi intézmények bemutatása során láttuk, a francia intézményi rendszert mélyen áthatja a szabadság (*la liberté*) gondolata. A részvénytársaságok legfőbb szerve az *assemblée générale*, azaz a közgyűlés. Mivel jogai, hatáskörei hasonlatosak a magyar közgyűléshez, ezért most nem foglalkozom vele behatóbban. Sokkal érdekesebb a *président-directeur général*, vagyis a magyar értelemben vett elnök-vezérigazgató [az angolszász terminológiában leginkább a *chief executive officer* (CEO) felel meg neki] szerepének az ismertetése, aki nem más, mint az igazgatótanács elnöke. Az igazgatótanács elnökének a hatalmát, jogait és felelősségét már ismertettem korábban is, de szeretném még egyszer kiemelni és hangsúlyozni a jelentőségét. Az elnök-vezérigazgatónak ugyanis gyakorlatilag (enyhe túlzással) korlátlan a hatalma a vállalaton belül, úgy is mondhatnánk, hogy: „Isten után az első, aki rendelkezik a pallosjoggal és az első éjszaka jogával (*ius primus noctis*)”.¹² Talán ez érzékelteti igazán, hogy mennyire fontos és biztos a szerepe az elnök-vezérigazgatónak, aki gyakorlatilag a vállalat egyszemélyi irányítója.

Aliter in theoria, aliter in praxi.¹³ A tapasztalatok alapján az igazgatóság és a felügyelőbizottság szerepének az elkülönülése és az egymástól való függetlenség nagy részét illuzórikus marad. Az igazgatóság hajlamos arra, hogy rátelepedjen hatalmával a felügyelőbizottságra, és közvetetten irányítsa azt. A helyzet kicsit hasonlít az igazgatótanács és elnöke viszonyára. De van egy lényeges különbség a kettő közötti hatalmi egyensúlyban: az igazgatótanácsnak joga van visszahívni elnökét, míg az igazgatóság tagjait nem tudja a felügyelőbizottság visszahívni, erre csak a közgyűlésnek van joga. Egyes elemzők szerint a belső ellenőrzés Franciaországban ezen intézményeken keresztül többé-kevésbé csődöt mondott (*Charreaux-Pitol-Bélin* [1990]).

¹⁰ A törvény szövegét itt és a későbbiekben a szerző fordította.

¹¹ A törvény szövegének a fordítása a szerző által. (124. §)

¹² Angyal Adám szavaival élve.

¹³ Más az elmélet, és más a gyakorlat (latin közmondás).

A francia vállalatirányítási modell

A francia tulajdonosi-irányítási modell jellemzői közé tartozik, hogy erősen támaszkodik a jogi szabályozás sajátosságaira, és ezek segítségével alakulnak ki a jellegzetességek. Mint láttuk, a francia szabályozás nem a részvényes, hanem a vállalat érdekeit helyezi előtérbe, és a törvény is ennek a szellemében készült. Ennek következtében a vállalat legnagyobb hatalommal rendelkező emberei az elnök-vezérigazgató, illetve a hozzárendelt igazgatótanács tagjai, akik a legtöbb (döntő) kérdésben teljhatalommal rendelkeznek. Ezeket a tagokat ugyan többségében a közgyűlés nevezi ki, de a már ismertetett kereszttulajdonlások rendszerében a kis részesedésű vállalatok összefogása folytán rendszeresen egymást juttatják felelős pozíciókba, így nemcsak részesedésekben, hanem igazgatósági tagokban is „körbe tulajdonolják egymást”. A francia gazdaságban a vállalatok irányítását a következő, három alapvető jellemző szerint lehet tipologizálni.

1. A „kemény mag” alapú kontroll. A reprivatizált vállalatok jellemzően a kemény mag kereszttulajdonlásán alapulnak. Ez egyfelől azt jelenti, hogy stabil tulajdonosi réteggel és egy másodlagos, szintén a kereszttulajdonlás rendszeréhez tartozó tulajdonosi körrel rendelkeznek. Ennek a rendszernek az a célja, hogy kialakítson egy minél stabilabb részvényesi kört, amely képes a vállalat gyakorlati irányítására és ezzel párhuzamosan a külföldi befektetők hatalomátvétele elleni védekezésre. Ezt a rendszert szemlélteti az *1. ábra*. Mint ahogy azt már korábban is említettem, nagy a valószínűsége annak, hogy a kereszttulajdonlások rendszere rövid időn belül jelentősen meg fog változni.

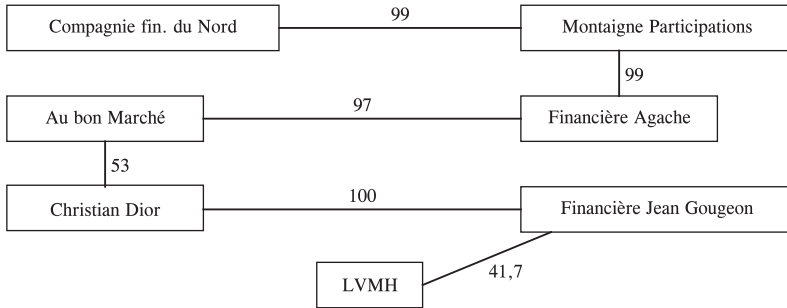
2. Az ellenőrző holding típusú struktúra. A holding ebben az összefüggésben olyan vállalatot jelöl, amelynek nincs saját tevékenysége, de más vállalatokban rendelkezik részesedéssel, s így azoknak ellenőrzését a kezében tudja tartani. Nagyon sok tőzsdén jegyzett vállalat ilyen típusú holding. Egyes számítások szerint a tőzsdén jegyzett vállalatok mintegy harmada (208) működik ilyen formában (*Belin-Munier* [1997]). A holdingok lehetővé teszik egy család vagy csoport számára az irányításhoz szükséges tőkének a biztosítását. A holding típusú irányítási rendszerben több holding láncolata is megjelenhet. Egy ilyen többszintű rendszert mutat be az LVMH példáján a *2. ábra*. Meg kell jegyeznünk, hogy ezek a többszintű rendszerek stratégiai okból egyszerűsödnek.

3. A meghatározó részvényes típusú szerkezet. Ezekben a vállalatokban létezik egy meghatározó részvényes – jelentős irányítási többséggel, még ha ez nem is jelent feltétlenül többségi részesedést. Ez a részvényes lehet a vállalat alapítója, vagy annak az örököse, illetve lehet egy vállalatcsoport vagy pénzügyi csoport. Az előbbi általában a fiatal vállalatok esetében jellemző, amelyek rendkívül gyorsan növekedtek az utóbbi évtizedben, míg a második eset inkább az anyavállalat-leányvállalat kapcsolatokra lehet jellemző (mint például a Sanofi, amelynek 53 százalékát az Elf-Aquitaine birtokolja). A meghatározó részvényes jelenléte kimondottan jellemző a nagykereskedő-bevásárlóközpont iparágban, amely teljes egészében kimaradt a francia „magosodás” folyamatában. Ez utóbbira jellemző példát láthatunk a *3. ábrán*.

Nyílt részvényesi szerkezet

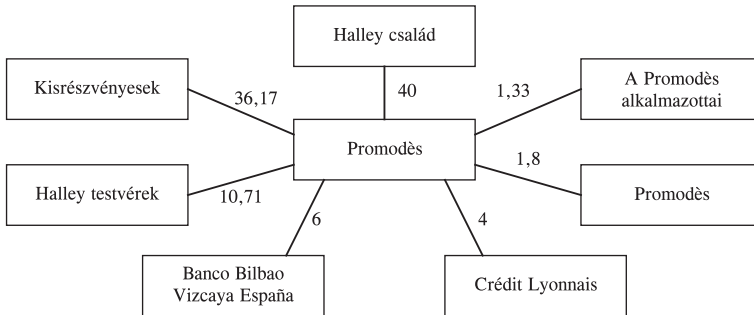
Léteznek olyan vállalatok is, amelyek nem sorolhatók be az előbbieik közül egyik kategóriába sem, mert a részvényesi szerkezetük teljesen nyílt, nem jellemző a kereszttulajdonlási rendszer, ugyanakkor nincsen sem többségi, sem blokkoló kisebbségi tulajdonosa. Ilyen vállalat például a Danone, amely a hatvanas évektől kezdve intenzíven fejlődött. Beruházásait folyamatosan részvénykibocsátásból fedezte, aminek következtében az ere-

2. ábra
Az LVMH irányítási struktúrája
(százalék)



Forrás: LVMH éves jelentése, 1996.

3. ábra
A Promodès részvényesi szerkezete
(százalék)

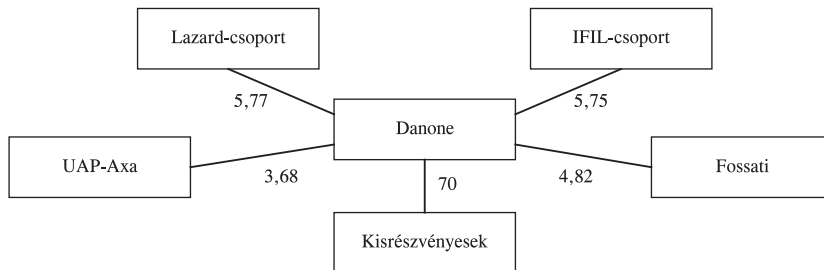


Forrás: Crédit Lyonnais éves jelentése. 1996.

deti részvényesek tulajdona „elolvadt”. A részvények mintegy 70 százaléka van kísérszvényesek és befektetési alapok kezelésében, ebből mintegy 25-30 százalék a külföldiek tulajdona (4. ábra). Általában ez a részvényesi szerkezet igen sebezhetővé teszi a vállalatokat a(z) (ellenséges) felvásárlások szempontjából.

Természetesen azonban léteznek védekezési mechanizmusok ezekben az esetekben is (arany ejtőernyő, méregpirulák stb.). A Danone esetében az egy részvényes által gyakorolható szavazati arány a közgyűlésen 6, illetve 12 százalékban limitált, attól függően, hogy sima vagy dupla szavazati jogú részvény van-e a részvényes tulajdonában. Ez a kitétel csak akkor szűnik meg, ha a részvények több mint kétharmada van egy kézben. A fenti szerkezet rendkívül nehézé teszi a Danone ellenséges felvásárlását. Igaz, valószínűsíthető, hogy a tulajdonosoknak a részvényesi rendszer kialakításakor ez volt az egyik fő céljuk. Olyan országokban, mint például az Egyesült Államok vagy Nagy-Britannia, ahol igen elterjedt ez a részvényesi szerkezet, a védekezési mechanizmusok is igen fejlettek a felvásárlások ellen, legyen szó pénzügyi, jogi vagy szervezeti alapú védekezésről.

4. ábra
A Danone-csoport részvényesi szerkezete
(százalék)



Forrás: Danone éves jelentése. 1995.

A bankok és az intézményi befektetők szerepe

A francia bankok szerepe a gazdaság szerkezetében és a vállalati struktúrában nem hasonlítható sem a német, sem a japán modellekhez. Azt a szerepet, amit a bankok a pénzügyi csoportok résztvevőiként töltenek be, már említettük, emellett még kétféle szerepről lehet szólni. A kereskedelmi bankoktól az állami szabályozás hosszú ideig szigorúan elkülönítette a befektetési bankokat, amelyeknek a hitelezés mellett elsősorban a tulajdonszerzésben és a sajáttőke-ügyletek kezelésében volt szerepük. Az államosítások után azonban ez az elkülönítés megszűnt. Az állam a nyolcvanas évtizedtől kezdve erőteljesen támogatta a pénzügyi piac fejlesztését, elsősorban azért, hogy visszaszorítsa a bankok erős befolyását és hatalmát. A bankok erre pénzügyi műveleteik diverzifikálásával válaszoltak. A kibocsátások és a finanszírozás területén pedig éles verseny bontakozott ki a vállalatok kegyeiért a pénzügyi intézmények között. A bankok elsősorban részeseik és az általuk kezelt befektetési alapokon keresztül rendelkeznek irányítási hatalommal (Bancel [1997]).

Másfelől kezdenek a bankok önkéntesen visszavonulni a befektetési területről. Ennek az az oka, hogy a privatizációjuk után ők is egyre inkább kénytelenek rövid távon eredményeket felmutatni a saját részvényeseik számára, hogy a tevékenységeikhez pótlólagos tőkéhez jussanak. Ezért a vállalati veszteségek folytán a bankok egyre inkább visszatérnek a „hagyományos pénzügyi” tevékenységeikhez, például a Crédit Lyonnais vagy a BNP példáján is okulva – e két bank kénytelen volt a befektetési portfólióját részben feladni annak alacsony jövedelmezősége miatt.

Az intézményi befektetők szerepét vizsgálva, most csak a megtakarításkezelőkre (biztosítók, befektetési alapok, nyugdíjalapok stb.) szorítjuk elemzésünket. E csoport részeseedszerzését elsősorban diverzifikálási szempontok határozzák meg. Az intézményi befektetők általában semleges szerepet töltenek be a vállalat tulajdonosi életében, irányításában. Az egyetlen fontos szempont, ami érdekli őket, hogy megfelelő mértékű jövedelemhez jussanak (osztalék vagy árfolyamnyereség formájában), ha ezt nem látják biztosítottnak, akkor eladják a részvényt (ez az úgynevezett *wall street walk*).¹⁴ Ez a passzivitás azért is sajnálatra méltó, mert jelentős piaci hatalom állna az intézményi befektetők kezében, amellyel a gyakorlatban megvalósuló külső ellenőrzés mellett a belső ellenőrzésben is részt tudnának venni.

¹⁴ Feltételezzük, hogy fejlett és kellően likvid tőkepiactól beszélünk.

Ez a semleges szerep Franciaországban elsősorban a nyolcvanas évek óta alakult ki, korábban az intézményi befektetők a tőkepiacok fejlődésében játszottak komoly szerepet, de a piacok nemzetköziesedésével a szerepük visszahúzódott, lecsökkent. Néhány esetben látványos mentési akciókban eljátszották a „fehér lovag” szerepét (Société Générale, 1988), más esetben vétőjogot gyakoroltak (Aérospatiale, 1990), de összességében a szerepük elmarad az angolszász országokra jellemzőtől. A pénzügyi erejük azonban nem lebecsülendő, és a tőkepiacok további fejlődésével (vagy egy nyugdíjreformmal), a „kemény mag” felpuhulásával a szerepük még jelentős mértékben megerősödhet. Érdemes megjegyezni, hogy Franciaországban a hosszú távú intézményi megtakarítások kisebb szerepet játszanak, mint az angolszász országokban. Elsősorban az életbiztosítás területén lehetett forradalmi növekedést tapasztalni az utóbbi tíz év során: a kezelt állomány megtízszereződött (*Demarigny* [1994]).

A jogi szabályozás lazasága és a francia gazdaságban megkezdődött változások – fellobbantva a vállalati irányítás (*corporate governance*) körüli vitát – egyértelműen rámutattak arra, hogy a vállalatok irányítási intézménye reformra szorul. Az 1966-os törvény ugyanis a vállalat érdekét a részvényesek érdeke elé helyezte, gátolva ugyanakkor a vállalkozási szabadságot és a vállalatok hatékony működését. Vagyis a reformnak arra kell törekednie, hogy nagyobb egyensúlyt valósítson meg a vállalati hatalom és felelősség között. A megvalósítandó reformokról két tanulmány is készült: a *Viénot-jelentés* (1995) és a *Marini-jelentés* (1996).

A Viénot-jelentés a francia gyáriparosok szövetségének megbízásából készült el, és célja olyan ajánlások megtétele volt, amelyek a vállalati irányítás megváltoztatásával elősegíthetik a befektetői bizalom megőrzését. A jelentés javasolja a kereszttulajdonlások folytán kialakult mandátumok halmozásának önkorlátozását és a független tagok¹⁵ kinevezését is az igazgatótanácsba. Ha az itt felsorolt intézkedések célja a nagyobb átláthatóság, nem állítható ez feltétlenül minden javaslatról. A jelentés elveti ugyanis a jogi keret teljes reformját, mert „(...) így minden egyes igazgatótanács jobban képes a saját specifikus helyzetéhez alkalmazható hatalmi elosztást kiépíteni a vállalat tényleges szükségleteinek megfelelően, (...) és az esetleges szigorú szabályozás akadályozhatná a vállalat hatékony működését (...)” (*Viénot* [1995] 11. o.). Azonban a jogi keretek átalakítása nélkül kérdésessé válik az átláthatóság és a befektetői bizalom megtartásának, erősítésének a lehetősége. A Viénot-jelentés többek között azért sem szakít az 1966-os törvény szellemével, mert a vállalatot német módra önálló entitásként értelmezi, amely saját célokat határoz meg, és azok elérésére törekszik. Vagyis a vállalat (ön)érdeke felette áll az összes többi érintettel szemben (a vállalat részvényesei, hitelezői, az állam, az alkalmazottak és szállítók), és a legfontosabb szempont a vállalatvezetőség számára a társaság érdekének az előtérbe helyezése. Ez a megközelítés bírálható abból a szempontból, hogy ez az álláspont nem konform a vezetők eredeti megbízatásával, ami a tőketársaságok esetében a tulajdonosok érdekének a képviselése lenne. Ez az elméleti közelítésmód gyökeresen ellentétben áll az angolszász elmélettel, ahol a részvényesnek az érdeke a legfontosabb tényező. Ezt az elméletet inkább a Marini-jelentés jelenítette meg.

A Marini-jelentés a miniszterelnök kérésére létrehozott bizottság – amelynek elnöke Marini szenátor volt – vizsgálódása alapján készített hivatalos dokumentum (*Marini* [1996]). A jelentés célja a jogi szabályozás megreformálásának az előkészítése volt, mert az alapfeltevése szerint a kérdés már nem az, hogy módosítani kell-e az 1966-os törvényt, hanem hogy milyen mélységben és mennyire kell a szükséges változásokat végrehajtani.

A Marini-jelentés szemben a Viénot-jelentéssel, nemcsak az igazgatótanács szerepével

¹⁵ A független tag meghatározásáról komoly viták folynak jelenleg is, mindenesetre a fogalom nem jelent azonosságot az angolszász gyakorlatban ismert *outside directors* intézményével.

foglalkozott, hanem jóval szélesebb alapokon közelítette meg a kérdést (Marini [1996]). A tőzsdei vállalatok irányításának intézményével kapcsolatban a következő javaslatokkal élt: a dolgozói képviselők számát az alapszabály szabályozhassa, de maximum az összlétszám fele kerülhet ki a dolgozók képviselői közül, és a mandátumok összesítésekor az operatív irányítási tisztségeket is figyelembe kell venni. A Marini-jelentés a könyvvizsgáló függetlenségének, de felelősségének a növelését is javasolja, a nagyobb mértékű átláthatóság és biztonságosság érdekében dolgozói képviselők (Marini [1996]).

A francia intézményi keret megváltoztatása *grammatici certant et adhuc sub iudice lis est*,¹⁶ igaz a törvény új változatának a tervezete máig sem készült el.

A francia vállalatirányítási modell összefoglalása

Mint láttuk, a francia vállalatirányítási (*corporate governance*) modell különbözik mind a német, mind a japán, mind az angolszász modelltől. Az ellenőrzési modelleket tekintve, valahol félúton járhat a belső (vállalati) és a külső (tőkepiaci) vállalatirányítási modell között, összességében pedig az angolszász és a német modell sajátos keverékének mondható. Érdemes kiemelni néhány kulcsfontosságú elemet:

1. az elnök-vezérigazgatónak és az igazgatótanács tagjainak nagy az önállósága;
2. erős összefonódás a vállalatok és menedzsereik között;
3. a kontroll alapja a szavazati jogok korlátozása, változtatása;
4. a kereszttulajdonlások rendszeréből fakadó sajátos irányítás;
5. a „semleges” részvényesek lényegesen hatnak a „hatalmi sakkjátszmára”, mert szerepük nem arányos tulajdoni hányadukkal;
6. a vállalati irányítás belső ellenőrzése gyenge, a külső (tőkepiaci) ellenőrzés pedig még nem elég erős.

A francia *corporate governance* és a vállalati szerkezet összefüggése

Mint azt az előző fejezetben is láthattuk, a francia piacgazdaságot igen hosszú ideig áthatotta az állam paternalista, a fejlett tőkegazdaságokban már szinte szokatlan mértékű szerepvállalása. Manapság, a privatizációk lezárultával nagyon sok olyan menedzsert találni a vállalatok élén, akik valamikor állami funkciót töltöttek be. Ha azt vesszük figyelembe, hogy ezek a közigazgatásból kikerülő vezetők kézséget szereztek a nehézségek áthidalására, akkor az itt tapasztalható magas számuk még érthető, de ez nem igazolja meghatározó részvételüket a magánszektorban. E tekintetben a fejlett piacgazdaságokban egyedülálló jelenségről van szó.

A legnagyobb francia vállalatok vezetőinek múltja háromféle lehet: 1. körülbelül egyharmaduk az államapparátusban szerzett vezetői tapasztalatokat; 2. másik harmadukat az eredeti tulajdonosok, családok „termelték ki”, akik a vállalatot alapították, örökölték, és terjeszkedésük során sikerült megtartaniuk a menedzseri szerepet; 3. a harmadik harmadot a vállalaton belüli előléptetések jelentik. Az állami apparátusból származó vezetők dominanciája elég jelentős, ezt mutatják a következő számok is. A Top 200 francia vállalat vezetői közül 1985-ben 28 százalék, 1990-ben 30 százalék, míg 1994-ben 37 százalék az állami apparátusból került át. Külön ki kell emelni a francia gazdasági és politikai „elitképző” iskola, az *École Nationale d'Administration (ENA)* szerepét, amelyből 1994-ben a vezetők 25 százaléka származott. Ezzel párhuzamosan csökkent az erede-

¹⁶ Még a tudósok közt is vita tárgya, s a per ma sem dőlt el. (Horatius: *Ars poetica*, 78.).

ti alapítók szerepe a vállalat vezetésében, az 1985-ös 34 százalékról 1994-ben 23 százalékra.¹⁷ Ezek a számok meghaladják a többi fejlett piacgazdaság hasonló felmérésekben tapasztalt adatokat, mert bár vannak országok, ahol jelentős a volt állami bürokraták aránya (például Németország, Japán), az arányok ennyire sehol sem eltorzultak (*Bauer-Bertin-Mourot* [1995]).

Ez a személyi szerkezet felvet néhány lényeges kérdést. Mennyire indokolt a volt állami tisztviselők erős jelenléte azok után, hogy a privatizációkat követően az állam aktív gazdasági szerepe kérdésessé vált? Nem alakul-e ki érdekkonfliktus a vállalat és az állam között, ha a vezetők nagy része a közszolgálati szférából származik? Nem jobb-e, ha a vállalat vezetője független mindennemű politikai befolyástól (gondoljunk a francia korrupciós botrányokra a pártokkal kapcsolatban), és nem helyesebb-e, ha hagyják, hogy érvényesüljön a vállalat belső előmeneteli rend?

Ha valaki eltekint a francia gazdaság szerkezetében meglévő kereszttulajdonosi hálótól, akkor számára úgy tűnhet, hogy a gazdaságot általában szétaprózódott tulajdoni szerkezetű vállalatok jellemzik. Ezek a szétaprózódott tulajdoni rendszerek minden bizonnyal sok konfliktust hordoznak magukban, amikor döntésekre kerül a sor a közgyűléseken, igazgatósági üléseken.

Nézzünk egy radikálisan leegyszerűsített gondolat kísérletet erre! *A* vállalat 60 százalékban tulajdonolja *B* vállalatot, amely 60 százalékban tulajdonolja *C* vállalatot, ez viszont 60 százalékban tulajdonosa *A* vállalatnak. Ha feltesszük, hogy olyan döntésekről van szó, amelyek a közgyűlésen dőlnek el, és a tényleges szavazati arányok is így alakulnak, továbbá a menedzserek ellenségesek egymással szemben, akkor *ad absurdum* a „tyúk avagy a tojás volt-e előbb” problémája tűnik fel, azaz melyik döntésnek kell előbb megszületnie, hogy végigmenjen a döntési lánc, és az hogyan születhet meg. Ezzel az abszurd helyzettel kapcsolatban akár a fogolydilemmának egy alkalmazott és módosított változatára is gondolhatunk.

A francia gazdaság azonban nem így működik, és ebben csak részben van szerepe az állami technostruktúrának. A vállalatok kereszttulajdonlása révén ugyanis a menedzserek egymásra vannak utalva, és kooperálnak egymással, mert ezzel saját helyüket is biztosítják. Ráadásul az igazgatósági helyeket is egymás között osztják el, halmozva a tisztségeket, hogy a „közös kontroll” minél biztosabb legyen. A CAC 40 vállalatainak igazgatósági helyeiből 158-t ugyanaz a 46 személy tölti be. A menedzserek helyzete már a jogi szabályozás miatt is igen erős, és ez a jogi szabályozás teszi lehetővé az igazgatósági helyek jó részének elosztását is, ami így bebetonozza a menedzseri pozíciókat. A közgyűléseken pedig a „koalíciós szövetség”, maga a kemény mag hozza meg a döntéseket, mindig egymás javára. Meg kell említeni, hogy a családi vállalatok szerepe igen erős a kis- és középvállalati szektorban (néhány esetben a nagyvállalatok között is, például Michelin, Bouygues), ez némiképpen árnyalja a francia vállalati szerkezetet.

A rendszer a vállalatok jelentős tulajdonszerzése nélkül is működik, mert igen sok a „láthatatlan részvényes”. Túl a francia intézményi befektetők semlegességén, a külföldi befektetők jó része szintén semleges marad. Ugyanez mondható el a kisbefektetők nagy részéről, akik ha elmennek is szavazni, ritkán lépnek fel egységesen, s így szavazataikkal nem képesek komoly erőt megtestesíteni. Nem csoda, ha ez a helyzet nem vonzza a külföldi befektetőket, ami viszont a finanszírozás terén is a semleges szereplők súlyát növeli.

Persze a külföldiek felvásárlásainak lehetnek csábító célpontjai, de a vállalat vezetőinek a részéről az esetek többségében kemény az ellenállás. Nem véletlen, hogy a Marini-jelentés javaslatai a helyzet tisztázását és átláthatóságát sürgették, míg a Viénot-jelentés a

¹⁷ 1997-ben a saját számításaim alapján ezek az arányok a következőképpen alakultak: állami apparátus 38 százalék, alapítók 17 százalék.

kereszttulajdonlást „mint szükséges rosszt (...), de a stabil részvényesi réteg kialakításának az átmeneti állapotát” írta le (Viénot [1995] 8. o.). Már említettük, hogy ez utóbbi a CNPF, a francia gyáriparosok szövetségének kezdeményezésére készült el.

A külföldi befektetők távolmaradásának lehetséges egy további magyarázata is, mégpedig a „kemény mag” gyenge vállalati teljesítményei. Nem szabad persze túlságosan borúsnak és hátrányosnak látni a francia gazdaság e szerkezeti problémáját. A változások az utóbbi három-négy év során megkezdődtek, és ha még lassan is haladnak, a francia vállalatok mindegyike – így a „kemény mag” tagjai is – egyre inkább a külső ellenőrzés nyomása alá kerül, Franciaország pedig egyre erőteljesebben az angolszász modell felé halad.

A külföldi részvényesek erősödő szerepét mutatja, hogy a francia jegybank, a Banque de France számításai alapján a részvények 43 százaléka volt külföldi kézben 1998-ban. Ez az arány 1985-ben 3 százalék, 1990-ben pedig 13 százalék volt. A befektetők három csoportra oszthatók.

1. Az *intézményi befektetők* (a korábbiak szerint értelmezve a fogalmat), akik tisztán pénzügyi szempontok alapján döntenek. A CAC 40 vállalata között összesen három olyan van, amelynek tulajdonosai között öt százaléknál magasabb tulajdoni hányaddal rendelkező (külföldi!) intézményi befektető lenne [Templeton (Egyesült Államok) 5 százalékkal a Renault-ban és a Fidelity (Egyesült Államok) 10 százalékkal az Elf-Aquitaine-ben és 5 százalékal a Renault-ban], és a tőzsdei teljesítésre kivetítve az arány még talán alacsonyabb is. A kaliforniai állami tisztségviselők nyugdíjalapja, a Calpers például nyolc különböző vállalatban tart fenn egyenként fél százaléknál kisebb részesedést (LVMH, L'Oréal, Accor, Renault, Paribas, Société Générale, AGF, BNP) a kockázat minimalizálása miatt.

2. A *külföldi kisbefektetők* jelenléte nem tekinthető jelentősnek, bár kétségtelenül jelen vannak.

3. Lényeges csoportot jelentenek viszont a *neves külföldi csoportok*, amelyek stratégiai vagy diverzifikálási céllal vásárolnak részesedéseket. Csak néhány példa: a svájci Nestlé a L'Oréalban, az Agnelli az Accor-ban, a Danone-ban vagy az Allianz az AGF-ben. A külföldiek tulajdonlása azonban nem jelenti, hogy aktívan részt is vesznek a vállalat irányításában. Igaz, erre aligha lennének képesek, mert nem rendelkeznek összehangolt mechanizmusokkal, ami lehetővé tenné számukra, hogy erőiket koncentrálni lépjenek fel.

A külföldiek valójában összesen két feltételt támasztanak: eredményességet és átláthatóságot. Természetesen ez általánosságban elmondható minden befektetőről. Amiért ezt most külön megemlítem, annak az az oka, hogy itt ismét felmerül a külső és a belső kontroll kérdése. A külső kontroll ugyanis inkább a vállalat pontos információszolgáltatását várja. Megfigyelhető, hogy azokban az országokban, ahol inkább a külső ellenőrzés dominál (Egyesült Államok, Egyesült Királyság), a tőzsdeszabályozás is szigorúbb, mint azokban az országokban, ahol a belső kontroll az uralkodó. A 2. táblázat a CAC 40 vállalatának a külföldi kézben lévő részvények arányát mutatja be, esetenként csak becslések alapján, mert nem minden esetben hozzák nyilvánosságra részesedésszerzésüket az intézményi befektetők.

A külföldi befektetők részben alkalmazkodtak a francia piacgazdaság – sajátos vállalatirányítási (*corporate governance*) stílusa folytán kialakult – helyzetéhez, mert a pénzügyi eredményeken túl egyre inkább vizsgálják a „mindenható menedzser” személyiségét, rátermettségét is. Sőt, a kérdés még tovább is fokozható: „hiába jók a számok, ha rossz a menedzsmint, nem vásárolunk részvényt, legfeljebb egy short pozíciót létesítünk.”¹⁸ Persze a menedzsmint szerepének a hatása a vállalat eredményességére már régóta vizsgált kérdés például az Egyesült Államokban, ahol egyes tanulmányok szerint az elnök-vezéigazgató (illetve CEO) képességei és tehetsége az árbevételt ± 10 százalé-

2. táblázat
A külföldiek tulajdoni aránya a CAC 40 vállalatában
(százalék)

A vállalat neve	A külföldi részvényesek becsült aránya	A legnagyobb külföldi részvényes súlya	A vállalat neve	A külföldi részvényesek becsült aránya	A legnagyobb külföldi részvényes súlya
Accor	40	1,50	Lagardeere Groupe	33	3,18
AGF	40	6,00	Legrand	20	0,49
Air Liquide	22	1,00	LVMH	20	0,67
Alcatel-Alsthom	40	9,00	Michelin	40	1,46
Axa-UAP	35	1,25	Peugeot	40	2,10
Bic	15	1,00	Paribas	35	0,60
BNP	30	5,00	Pinault Printemps	25	0,87
Bouygues	10	0,30	Renault	15	7,62
Canal +	25	14,00	Rhône-Poulenc	45	1,06
Carrefour	30	5,15	Promodees	16	6,00
CCF	51	8,00	Saint-Gobain	35	0,70
Crédit loc. France	52	5,00	Sanofi	16	0,43
Danone	33	5,80	Schneider	38	0,80
Elf-Aquitaine	47	5,00	SGS-Thomson	55	34,50
Euridania	73	50,40	Société Générale	50	4,26
France Télécom	7,8	0,50	Suez	14	0,63
Général des Eaux	42	0,95	Total	38	0,80
Havas	15	3,30	Thomson-CSF	55	34,50
Lafarge	40	0,75	Usinor	50	2,54
L'Oréal	43	26,00	Valéo	47	5,10

Forrás: Le Revenu Francais, Paris, 1998. január 23.

kal befolyásolhatják. A 3. táblázat a CAC 40 néhány vállalatának a vezetőjéről pénzügyi elemzők által készített véleményt mutatja be.

Bár statisztikailag nincsen összefüggés a vezetők értékelése és a tőzsdei teljesítmény között (korreláció $-0,259$, Pearson-mutató $-0,159$), de ez még nem jelenti azt, hogy ne lenne összefüggés a vállalat eredményessége és a vezető teljesítménye között. Az adózás utáni eredmény és a vezető színvonal közötti enyhén pozitív összefüggés figyelhető meg (korreláció $0,548$, Pearson-mutató $0,436$), ami legfeljebb sejtéseket enged meg, de egyértelmű válaszokat nem ad. Mindenesetre a francia kapitalizmusban a menedzsment színvonalára igen erős kapcsolatban lehet az eredményességgel, mert a menedzser befolyása és hatalma, mint azt már láttuk, igen erős.

A francia vállalatirányítási (*corporate governance*) modell sajátosságain túl is elmondható, hogy a jellegzetes nemzetközi modellek mentén a francia is egy különálló, sajátos rendszer: meglehetősen egyedi, mert több típus sajátosságait ötvözi. A kereszttulajdonlások rendszere a japán típusú modellre emlékeztet, az igen erős vállalati tulajdon pedig a német modellre. Emellett azonban a privatizáció után kialakult állapot egyértelműen elmozdulást jelentett az angolszász típusú rendszerek felé. A francia modell

¹⁸ Az idézet David Bavareztól, a Fidelity senior pénzügyi elemzőjétől és alapkezelőjétől származik (*Le Monde*, 1998. január 24.).

3. táblázat
A francia tőzszeindexben szereplő néhány vállalat topmenedzserének az értékelése

Vállalat	Név	Kor	Végzettség	Menedzser profil	Vezetői csapata	Árfolyam-változás 1997/1996 (százalék)	Osztályzat
Accor	J.-M. Espailoux	46	ENA	P, V	Jó	+70,3	***
Air Liquide	Alain Joly	60	Polytechnique	V	Jó	-16,3	***
Alcatel	Serge Tohuruk	61	Polytechnique	S	Jó	+83,5	***
Axa	Claude Bébéar	63	Polytechnique	S	Jó	+41,1	***
BNP	Michel Péblereau	56	ENA	V, KCS	Átlagos	+59,3	**
Canal +	Pierre Lescure	47	ENA	V	Jó	-2,3	***
France Télécom	Michel Bon	55	ENA	V	Rossz	-	***
Havas	Pierre Dautzier	59	Jogi	P	Rossz	+18,9	*
L'Oréal	L. Owen-Jones	52	Jogi	S, V	Jó	+20,5	***
Legrand	Francois Grapotte	62	ENA	V	Jó	+35,6	***
Michelin	Francois Michelin	72	Fizika	V	Átlagos	-8,1	***
Paribas	A. Lévy-Lang	61	Polytechnique	V	Átlagos	+49,0	**
Pinault	Serge Weinberg	47	ENA	V, P	Jó	+56,0	***
Rhône-Poulenc	J.-R. Fourtou	59	Polytechnique	S	Jó	+52,4	**
Société Générale	Daniel Bouton	48	ENA	S	Jó	+46,1	***
Total	Thierry Desmaret	53	Polytechnique	V, S	Jó	+55,2	***
Usinor	Francois Mer	59	Polytechnique	KCS	Átlagos	+15,1	**
Valéo	Pascale Pistorio	67	Jogi	S, KCS	Jó	+27,5	***

Jelmagyarázat: P-pénzügyi, V-vagyongkezelői, S-stratégiai, KCS-költségcsökkentő. ENA = École Nationale d'Administration. A polytechnique a francia főiskolákat jelenti. A kapott osztályzatok: * jobb is lehetne, ** átlagos, *** jó, **** kiváló.
Forrás: Le Nouvel Observateur, 1998. február 27.

karakterisztikus jellemzői közé tartozik, hogy a vállalatok erős tulajdonosi hányada mellett a háztartásoknak is jelentős a tulajdoni részesedése. Másfelől a szabályozás jellegében a belső kontrollra támaszkodik, de a nyolcvanas évektől kezdve a külső ellenőrzésnek is szerepe lett.

A francia *corporate governance* modell és a tulajdonosi rendszer ismeretében még két kérdésre szeretnék választ adni. 1. Milyen összefüggés van a tulajdonosi rendszer és az eredményesség között? 2. Mi a különbség egy állami és egy francia magánvállalat menedzsere között?

1. A francia vállalatok irányítási rendszere alapvetően a belső kontrollon alapul, és a piaci ellenőrzés nem játszik benne erős szerepet. Ez önmagában nem jelent gondot a vállalatok többségében, ahol jelentős a tulajdonosi ellenőrzés. De a „kemény mag” vállalatainak a többségében a tulajdonosi jelleg igen gyenge, talán nem is létező. Ennek következtében e vállalatok számára nem jelentkeznek olyan intenzíven a profitkényszer, mert nincsenek tulajdonosok, akik megkövetelnék részesedésük maximalizálását. Mivel nincsenek olyan tulajdonosok, akik a részvényeik értékének a növelését kikényszeríthetnék a menedzsmenttől, ezért a menedzserek sem érzik, hogy muszáj nyereséget produkálniuk, mert a jövedelmük alapvetően nem az eredményességtől függ. Ez nem azt jelenti, hogy a menedzserek nem érdekeltek a vállalat jó működésében, hanem azt, hogy sem rövid, sem hosszú távon nem érdekeltek feltétlenül a nyereség kimutatásában.

A belső és a külső kontroll hiánya miatt itt találkozhatunk az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) egyik problémájával, mert a menedzserek hajlamosak akkor is befektetni a vállalat szabad pénzáramlásait, amikor azok kevesebb hasznot hoznak a tulajdonos számára, mint ha azokat kiosztaná közöttük osztalék formájában. Ezek alapján felállítható a hipotézis, hogy a tulajdonosi kontroll hiánya és az eredményesség gyengesége között pozitív korreláció mutatható ki.¹⁹

2. Az ismertetett francia tulajdonosi rendszer és a *corporate governance* modell után felmerülhet az Olvasóban kérdés: mennyiben más egy állami vállalat menedzserének és egy francia magánvállalat menedzserének a helyzete. Kétségtelen, hogy a francia gazdaságot a nyolcvanas évek végén, a kilencvenes évek elején menedzserei típusú gazdaságnak is lehetett volna nevezni, mert a már ismertetett kereszttulajdonlások, a „kemény mag” rendszerében a menedzserek jelentették a vállalat legfontosabb szereplőit. Igaz, ennek az okait nemcsak a gyakorlatilag „tulajdonos nélküli” gazdasági szerveződésben kell keresni, hanem a jogi szabályozás alapvető jellegében is. Mint arról már volt szó, a francia jogi háttér gyakorlatilag a vállalatot mint entitást annak a tulajdonosai fölé helyezi, ennek értelmében pedig nem meglepő a menedzserek erős helyzete.

Bizonyos szempontból párhuzam vonható a francia és az amerikai menedzserek erős helyzete között, mert gyakori az az eset, hogy mindketten markáns tulajdonos nélküli vállalat élén állnak. A jelentős eltérés azzal magyarázható, hogy az amerikai rendszerben ezt a hiányosságot igen jó hatékonysággal pótolja a piaci ellenőrzés. Franciaországban azonban a külső ellenőrzés hiánya párosul a belső ellenőrzés gyengeségével, legalábbis a „kemény mag” sok vállalatának az esetében. A „kemény mag” vállalatai jelentős részben egymás tulajdonosai, és ez hatványozottan igaz a szavazati és ellenőrzési jogokra. A párhuzamot az állami tulajdonnal megvonni kétségtelenül jogos, mert ebben az esetben is, akár csak az állami vállalatok esetében, a tulajdonosok „láthatatlanok”, nem jelennek meg a vállalati döntéshozatal tényleges mechanizmusai során.

Másrészről felmerült az eredményesség kérdése. Gazdasági axióma már, hogy az ál-

¹⁹ Ez a hipotézis megjelenik az amerikai piaccal kapcsolatban Jensen [1986] művében is, de a *corporate governance* alapkérdései között is.

lam a legrosszabb tulajdonos a versenyszférában és nem ösztönöz hatékony gazdálkodásra. Mint azt már említettük, ennek a gyanúja igen erős a „kemény mag” vállalatainak az esetében is. Végül pedig nem szabad arról sem elfeledkezni, hogy a vállalatok többsége rövid ideig állami tulajdonban volt, és egykori állami hivatalnokok is a menedzsment tagjai, így bizonyos attitűdök jelenléte ezzel is magyarázható.

A francia vállalatokra jellemző, hogy a menedzser pozíciója erős, de igen sok vállalat esetében a stratégiai vagy piaci tulajdonosi kontroll erősen érvényesül, ami bizonyos mértékben megköti a menedzserek kezét. Arról sem szabad megfeledkezni, hogy az utóbbi néhány évben jelentős változások kezdődtek ezen a téren. Az elmondottak alapján mindenképpen kijelenthetjük, hogy a francia modell önálló rendszer, amelynek megvan-
nak azok a jellegzetes sajátosságai, hogy egy külön kategóriát alkosson az amerikai, a brit, a német és a japán mellett.

*

Franciaország hasonló változásokon ment keresztül, mint ami a mai Magyarországon történik, még ha a kiinduló helyzet és a változás okai eltérőek is. Ezért a dolgozat olyan problémákra is felhívhatja a figyelmet, amelyek az elkövetkezendő években Magyarországon is felbukkanhatnak. A vállalati eredményesség javulását és az egészségesebb tőke-szerkezet kialakulását, továbbá az átláthatóbb vállalati kapcsolati rendszer létrejöttét figyelembe véve, el lehet mondani, hogy Franciaország megfelelő úton indult a gazdaság modernizálásának a terén.

Hivatkozások

- BANCEL, F. [1995]: Le processus de privatisations: la spécificité française. Megjelent: Les privatisations, La documentation française, Párizs.
- BANCEL, F. [1997]: La gouvernance des entreprises. Economica, Párizs.
- BAUER, M.–BERTIN-MOUROT, B. [1995]: L'accès au sommet des grandes entreprises françaises: 1985-1994. CNRS, Párizs.
- BELIN-MUNIER, C. [1997]: Les holdings comme outils de gouvernement d'entreprises. Megjelent: Le gouvernement des entreprises, Economica, Párizs.
- BERGERON, L. [1991]: Les Rotschild et les autres... Édition Perrin, Párizs.
- BERLE, A.–MEANS, G. [1932]: The modern corporation and private property. MacMillan, New York.
- BONIN, H. [1996]: Les groupes financier français. PUF, Párizs.
- CHABANAS, N.–VERGEAU, É. [1994]: L'impact des privatisations sur le secteur public. Les notes bleues de Bercy, n° 87, Párizs.
- CHARREAUX, G. [1994]: Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise. Revue d'Économie Financière, n° 31.
- CHARREAUX, G.–PITOL-BÉLIN, J. P. [1990]: Le conseil d'administration. Vuibert, Párizs.
- DEMARIGNY, F. [1994]: Les investisseurs institutionnels: des actionnaires neutres? Revue Économique, Párizs.
- HYAFIL, A. [1996]: Systèmes financiers et systèmes de gouvernances. Cahiers de Recherche, HEC.
- JENSEN, M. [1986]: The agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, N° 76.
- MARINI, P. [1996]: La modernisation du droits des sociétés. La documentation française, Párizs.
- MORIN, F. [1977]: Le capitalisme français. Édition de CERF, Párizs.
- MORIN, F. [1979]: Le capital financier en France. Revue économique industrielle.
- MORIN, M.–RAIGNOUX, R. [1994]: Nationalisations et privatisations: le débat. Technologia, Párizs.

- PATRÉ, O. [1994]: Le gouvernement des entreprises. Question de méthodes et enjeux théoriques. *Revue Économique*, Párizs.
- SAGOU, M. [1981]: Groupes financiers et systèmes productifs. Presse de la fondation nationales des sciences politiques, Párizs.
- TENDANCES DES MARCHÉS... [1995] Tendances des marchés de capitaux. OECD, N°62.
- TENDANCES... [1998]: Tendances sectorielles. N°1, N°2, N°3, Bourse de Paris-ORT, Párizs.
- VIÉNOT, [1995]: Rapport sur le controle des entreprises. CNPF, Párizs.
- VUCHOR, D.–WARD, N.–HOWELL, C. [1996]: Gouvernement d'entreprise: premier rapport de l'application du rapport Viénot dans les sociétés françaises. CNPF, Párizs.
- Az 1966. július 24-i és az 1994. február 11-i törvény a gazdasági társaságokról. *Le Nouvel Observateur*, 1998. február 27.
- Le Revenu Français*, Paris. 1998. január 23.