

• Valentiny Pál •

VÁLSÁGBAN A VERSENY – VÁLSÁGBAN A VERSENY?*

Gazdasági válságok következményeinek enyhítésére szükség van az állam gyors beavatkozására. Ilyenkor könnyen elfeledkeznek a verseny hosszú távú kedvező hatásairól. A válságból való kilábalás sebességét befolyásolja, hogy felléptek-e újabb versenyakadályok a beavatkozás során, illetve hogy felszámolták-e a válság kialakulását segítő versenykorlátozásokat. A tanulmány a válság és a verseny viszonyát vizsgálja a válságok során felállított új intézmények, az alkalmazott támogatási megoldások és az üzleti környezet stabilitását, a bizalom megteremtését és fenntartását segítő szervezetek válság során tapasztalt magatartásának és a szabályozás rendszerének elemzésével.

BEVEZETÉS

A gazdasági versengés és a törekvés a verseny korlátozására egyidősek. A monopóliumok korlátozásának szándékáról (és a korlátozások megkerüléséről) az angol gazdaságtörténet 17–18. századi fordulatai számos példával szolgálhatnak (*Madarász* [2011], *North–Weingast* [1989]). A kontinensen a francia forradalom idején a kartellek betiltásáról szóló 1791-es rendelet Napóleon törvénykönyvébe (*Code Civil*) is átkerült, bár a 19. század nagy részében ezt a jogszabályt nem használták (*Lyons* [2009a]). A verseny előnyeit és korlátozásának hátrányait teljes körűen megfogalmazó törvénykezést 1890-től, a Sherman-törvény (*Sherman Antitrust Act*) életbelépésétől számítják. Így azt is állíthatnánk, hogy a modern piacgazdaságban a versenyszabályozás több mint egy évszázados múltra tekint vissza. *Lee* [2005] azonban bemutatta, hogy az általa vizsgált hetven országot felölelő minta kétharmadában 1990 után hozták meg az első korszerű versenytörvényeket (245. o.). A versenypolitika utóbbi két évtizedben megnövekvő elfogadottságát (nem feltétlenül alkalmazását) tükrözi, hogy míg a versenyhatóságok 2001 októberében létrejött nemzetközi szervezetének, a Nemzetközi Versenypolitikai Hálózatnak (*International Competition Network, ICN*) a megalakulásakor csak 14 tagja volt, 2011-ben már 114 tagot számlált.

Miközben a verseny előnyeit hangsúlyozó nézetek széles körben elterjedtek, amit az ezt megalapozó közgazdasági irodalom¹ empirikusan is alátámaszt, addig

* A tanulmány elkészítését az OTKA K 76306. számú pályázata támogatta.

¹ A verseny termelékenységnövekedésre gyakorolt hatásainak elemzésével foglalkozó irodalom összefoglalását lásd például *OFT* [2007]. A verseny hatékonyságnövelési lehetőségeit tárgyaló irodalmat

gazdasági válságok idején a versengés fenntartásának szempontjai könnyen háttérbe szorulnak, sőt szélsőséges megfogalmazásokban a versenyt tekintik a válság kiváltó okának. Ezekben az időszakokban különösen megélnék a versenyhatóságok versenypártolási tevékenysége (*advocacy*): kiadványokban, írásokban, konferenciák szervezésében hívják fel a figyelmet a verseny háttérbe szorulásának negatív következményeire.²

INTÉZMÉNYEK ÉS VÁLLALATMENTÉS

A válságok idején a bajba jutott vállalatok tömeges megmentésére új intézmények felállításával is kísérleteztek. Olaszországban például 1933 elején megalapították az ipari újjáépítési intézetet, az Istituto per la Ricostruzione Industrialét (IRI), egy állami tulajdonban lévő holdingot, amely azzal a céllal vett át ipari részvényeket, hogy azokat később fokozatosan visszaáramoltassa a magánszektorba. Az IRI felhatalmazást kapott fix kamatozású hosszú lejáratú kötvények kibocsátására is, amelyek az államkötvényekhez hasonló feltételeket biztosítottak vásárlóiknak. Az IRI által a megmenteni szándékozott bankok számára közvetített pénzeszközök 1933-ban a GNP 10 százalékát tették ki (*Ciocca–Toniolo* [1984] 134. o.). Az IRI-t létrehozásakor átmeneti intézménynek szánták. Nem vették azonban figyelembe – vagy talán csak igyekeztek elfelejteni –, hogy a gazdaság állapota és ezen belül a tőzsde felvevőképesége (legalábbis rövid távon) nincs összhangban az IRI-nek azzal a meghirdetett céljával, hogy a megmentett vállalatokat visszajuttassa magánkézbe. Az abesszíniai háború kirobbantását követő népszövetségi bojkott hatására az autarkia felé forduló gazdaság pedig újabb oldalról, az importhelyettesítés, a nehézipar további fejlesztése, valamint a hadsereg igényeinek kielégítése nézőpontjából tette kétségessé az IRI időszakos jellegét. Ennek következtében 1937-ben az IRI-t állandó intézménnyé változtatták.

A bankrendszer és az iparfinanszírozás harmincas években lezajlott nagy átrendeződése természetesen nem csak olasz jelenség volt. Olaszországhoz hasonlóan az európai országok többsége és az Egyesült Államok új banktörvényeket hoztak (*Cassese* [1984]). Ezek közös jellemzője volt, hogy a bankok tevékenységét sok

.....
bemutatja *Vickers* [1995]. *Lewis* [2008] írása átfogó képet ad a verseny hiányának termelékenységszökkentő hatásairól.

² John Fingleton, az ICN irányító testületének elnöke írását a Gazdasági Versenyhivatal is kiadta (*Fingleton* [2009]), hasonlóképpen az OECD versenybizottsága elnökének, Frédéric Jennynek írása is megjelent magyarul (*Jenny* [2009]). Az Egyesült Királyság versenyhivatala (*Office of Fair Trading, OFT*) a politikai döntéshozók számára igyekezett elmagyarázni a kormányzati beavatkozások és a verseny viszonyáról alkotott nézeteit (*OFT* [2009]), az Egyesült Államok igazságügy-minisztériumának versenyhivatala (*Shapiro* [2009]) és az Európai Unió is megfogalmazta és ajánlásokba foglalta a válság idején követendő elveket (*Lowe* [2009], *Inotai* [2009]), az OECD pedig a Global Competition Forum keretében évente szervezett kerekasztal-megbeszélésein sorra megvizsgálta, hogy a versenyszabályozás főbb területeit hogyan érintette a válság.

tekintetben kivonták a kereskedelmi jog hatálya alól, ezzel lehetővé téve az állami ellenőrzés és szükség esetén a beavatkozás közvetlen formáit. Szabályozták a hitelkiáramlás módját, elkülönítették a hosszú és rövid lejáratú hitelezést, a likviditás biztosítására új előírásokat vezettek be, korlátozták a bankok tulajdonában lévő ipari részvények mértékét stb.

A bankrendszer újjárendezésének során az egyes országok eltérő mélységig avatkoztak be a gazdaság működésébe. Voltak olyanok is, amelyek az ipar és a bankok kapcsolatának újraszabályozásakor új közjogi társaságokat hoztak létre, amelyekben az állam vált a kizárólagos tulajdonossá. Az olasz iparfejlődés sajátossága abban rejlett, hogy a válság előtti időszakban az olasz bankok már inkább holdingként, semmint vegyes bankként működtek. Az ipari vállalkozásokat nem egyszerűen ellenőrztük alatt tartották, hanem gyakorlatilag irányították őket. A bankok feletti állami ellenőrzés egyben azt jelentette, hogy az állam a vállalatok egész soráról is dönteni kényszerült.

Ami alapvetően különbözött más országok hasonló gyakorlatától, az az olasz intézményeknek az élettartama volt. Ebből a szempontból tanulságos az olasz és az amerikai tapasztalatokat összevetni. Az 1929-es világgazdasági válság idején a likviditási gondokkal küzdő bankok és vállalatok megsegítésére 1931 decemberében az Egyesült Államokban is létrehoztak egy új intézményt, az újjáépítést finanszírozó társaságot (*Reconstruction Finance Corporation, RFC*), amelyet azonban hamarosan felszámoltak, és csak 1941-ben élesztettek újjá a nagyobb hadiipari beruházások finanszírozásának ösztönzésére. A háború után azonban ismételtelen megszüntették. A válságok kezelésében tehát hasonló mechanizmusok működtetésére került sor a két országban, de a gazdasági környezet különbözősége jelentős mértékben meghatározta az élettartamukat (*Kindleberger* [1973], [1984]).

A bank- és vállalatmentések határvonalai, részben a bankrendszerek jellemzői miatt, a korábbi válságokban elmosódottabbak voltak. A 2008-as válság során ugyan erőteljes kísérleteket tettek a bankszektorban alkalmazott eljárások reálgazdasági alkalmazására, de ezek nagy ellenállásba ütköztek. A vállalatmentés új intézményes kereteinek létrehozására a 2008-as válság idején is történtek próbálkozások az Egyesült Államokban. A pénzügyi szektor megmentését célzó törvény (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*) elfogadása után, részben annak ihletésére, javaslatok születtek arról, hogy a csődtörvény kiegészítésével hogyan lehetne hosszú távon is életképesebbé tenni a bajba jutott vállalatokat (*Pearl* [2008]). A törvény erejével szerettek volna létrehozni egy olyan újjászervezési bizottságot, amely kérelem esetén 30 napon belül eldöntené, hogy a bajba jutott cég működése vagy megszűnése nemzeti érdeket érint-e, vagy sem. A javaslat szerint a bizottságban a kormány, a szakszervezetek és a Kongresszus képviselői kaptak volna helyet. Ha úgy ítélnék meg, hogy a nemzeti érdek megkívánja, akkor a céget átmenetileg háromfős, csődbírákból álló újjászervezési bizottság irányíthatná, a finanszírozás állami garanciák mellett folyhatna, az adósságot átütemeznék, a nyugdíjra és az ehhez kapcsolódó

egészségügyi szolgáltatásokra vonatkozó megállapodásokat újratárgyalnák vagy megszüntetnék, a munkaszerződések újratárgyalásánál a cég versenyképességét tartanák szem előtt, és 5–10 évre új igazgatóságokat neveznének ki. Az általános vállalatmentő intézményes struktúrákra tett javaslatok végül is elhaltak, egyes ágazatok (autóipar) megsegítésére azonban sor került.

BAJNOKOK ÉS „TÚL NAGYOK”

Míg válságok idején a befelé forduló, protekcionista gazdaságpolitika megerősödése vissza-visszatérő jelenség, az egyes ágazatok kormányzati támogatásának ideája folyamatosan végigkíséri a versenyszabályozás egész történetét. „Nemzeti bajnokok” életre keltése, „küldetésük” támogatása, a „túl nagy ahhoz, hogy elbukjon” elv iparpolitika keretében történő érvényesítése nem csak az általános válságidőszakokra volt jellemző.³ Az erős lobbitevékenységgel és torzult piacokkal jellemezhető nemzetgazdaságok számára a nemzeti bajnokok támogatása módot adott arra, hogy az elnyerhető monopoljáradékok formájában más országok fogyasztóinak jólétét csökkentsék. Ez a rövid távon érvényesíthető „hazafias” politika a statikus nemzetközi kereskedelmi modellekben még értelmezhető volt, de a dinamikus modellek már – részben a verseny támasztotta termelő rombolás szempontjait is figyelembe véve – megkérdőjelezték ennek a magatartásnak az értelmét (*Falck és szerzőtársai* [2011]). A legnagyobb nemzeti cégeket vizsgáló egyik kutatás például bemutatta, hogy húszéves periódust nézve, azok a gazdaságok növekedtek leggyorsabban, amelyekben a legnagyobb cégek között nagyobb volt a megszűnés/cserélődés (*Fogel és szerzőtársai* [2008]).

Az európai vállalatok 2008-as válságban való viselkedését vizsgáló kutatás arra is rávilágított, hogy a technológiai, kereskedelmi kapcsolatrendszerek centrumában elhelyezkedő domináns cégek a válságot külső kapcsolatrendszereik, export-import tevékenységük változtatásával könnyebben vészelik át (*Békés és szerzőtársai* [2011]). A válság előtti időszakra vonatkozó elemzésekben a bajba jutott vállalatok vizsgálatából is az derült ki, hogy a nagyobb cégek könnyebben jutottak túl saját válsághelyzeteiken (*Oxera* [2009]). A nemzeti bajnokok támogatásának lehetőségét Európában az egységesülő piac is egyre inkább megnehezíti, részben a múltban bevezetett egyedi támogatások visszavonásának kényszerével, részben a támogatások engedélyezési rendszerének egységesítésével, valamint a válság során átmenetileg engedélyezett támogatási eszközök kivételével (*Reynolds és szerzőtársai* [2011]). Az a korábban jellemző elképzelés, hogy a kormányzatok képesek a hosszabb távon is életképes piaci szereplőket maguk kijelölni és érdemes iparpolitikájukat erre alapozni, ma már egyre kevésbé tartható.

³ A nemzeti bajnok fogalmának értelmezéséről és a magyarországi helyzetről lásd *Pénzügykutató* [2008].

Empirikus vizsgálatok kimutatták, hogy a gyakorlatban az állami támogatások elsősorban nem az expanzív, „bajnokesélyes”, hanem a leépülő ágazatokba irányulnak, aminek magyarázatai között többek között a leépülő iparágak által kifejtett nagyobb lobbitevékenység is szerepel (*Baldwin–Robert-Nicoud* [2007]). Az a kormányzati szisztéma tehát, amely hajlamos az egyes ágazatok befolyásolási törekvéseit magához közelebb engedni, nagy valószínűséggel a már versenyképtelen, leépülő iparágak továbbélését segíti elő. Ezeknek a felismeréseknek a birtokában az Európai Unióban a „modern” iparpolitikát úgy fogalmazzák meg, hogy az a versenypolitika céljaival összhangba kerülve, ne az egyes vállalatokat, ágazatokat helyezze a középpontba, hanem horizontális célokat jelöljön ki, mint a versenyképesség és a termelékenység növekedése, az innovációk gyarapodása. Ennek érdekében alakítják át 2013 végéig az állami támogatások eddigi rendszerét is (*Almunia* [2012]). Az állami támogatások válság alatti növekedésénél az Európai Bizottság igyekezett megkülönböztetni a likviditási problémákkal küzdő, de egyébként „egészséges” cégeket, azoktól, amelyek azért váltak fizetéképtelenné, mert nagy túl kockázatot vállaltak és/vagy hatékonytalanul működtek. A versenypolitika más területén is alkalmazkodtak a rendkívüli helyzethez: az összefonódások engedélyezési folyamatát átmenetileg könnyítették, az eljárások időigényét csökkentették. A különböző mentőakciók, egyedi beavatkozások esetén a közérdek védelmének indokát – erős ellenőrzés mellett ugyan, de – elfogadhatónak találták (*Lyons* [2009b]).

A bajba jutott vállalatok megsegítésénél a „nemzeti bajnok” indokon kívül a „túl nagy ahhoz, elbukjon” (*too big to fail*) gondolatával és gyakorlatával érveltek.⁴ A fogalom széles körű elterjedését a chicagói eredetű Continental Illinois Bank 1984-es megmentésével kapcsolják össze. Az 1970-es évek végétől agresszív üzletpolitikát és gyors növekedést mutató bank, több száz kisebb bank jelentős betéiteit is őrizve, 1981-re a hetedik legnagyobb bankká vált. Miután a kockázatkezelési problémák (behajthatatlan energiapiaci és fejlődő országokbeli kölcsönök) miatti nagyarányú veszteségei nyilvánosságra kerültek, megkezdődött a betétesek menekülése. A bank-szabályozással foglalkozók félelme alapján ezer további bank lehetett érintve az összeomláskor. Ennek hangot adva, a bankfelügyelet vezetője (*Comptroller of the Currency*) a kongresszusi meghallgatásán kifejtette, hogy a Continental Illinois és még tíz másik bank egyszerűen „túl nagy ahhoz, hogy elbukjon”.

⁴ A kifejezés és a körülötte folyó vita a szerzők sorát készítette újabb variációk, értelmezések és átértelmezések megalkotására, mint például: *too big to liquidate/unwind* – túl nagy ahhoz, hogy felszámolják, *too big to discipline adequately* – túl nagy ahhoz, hogy megfelelően megrendszabályozzák, *too big (complicated) to succeed* – túl nagy (bonyolult) ahhoz, hogy sikeres lehessen, *too big to fail*, *too big to bear* – túl nagy ahhoz hogy elbukjon, a veszteség túl nagy ahhoz, hogy viselje vagy *“too big to fail” is too dumb to keep* – a túl nagy ahhoz, elbukjon kifejezés túlságosan is semmitmondó ahhoz, hogy használjuk. A fogalom pénzügyi szektorban történő alkalmazásáról lásd például *Mishkin* [2005] és *Moosa* [2010], valamint Mérő Katalinnak és Neményi Juditnak ebben a kötetben szereplő tanulmányait.

Több megmentési próbálkozás után a szövetségi betétbiztosítási szervezet (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) vette át az ellenőrzést a bank felett. Már ekkor elhangzott, hogy a helyzetet valójában a „túl nagy ahhoz, hogy felszámolják” kifejezés írná le pontosabban (*Gup* [2004] 30–31. o.). A bankmentés, de különösen a 11 bank megnevezése messzemenő következményekkel járt, a közgazdasági irodalomban az erkölcsi kockázat egyik jellemző példajaként emlegetik, egyes empirikus elemzések például kimutatták, hogy a *túl nagy a bukáshoz* státusú bankok kevesebb gondot fordítanak a veszteségek megakadályozására (*Morgan–Stiroh* [2005]). E státus elérésével járó relatív gondtalanság vonzereje a bankszektor összefonódásainak vizsgálatakor is kiderült. Az 1991–2004 közötti összefonódások vizsgálata azt mutatta, hogy a bankok jelentős vételártöbbletet voltak hajlandók fizetni e státus elérésért (*Brewer–Jagtiani* [2007]).

A *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* fogalommal azonban már jóval korábban is, és nem csak a bankszektorral kapcsolatban lehetett találkozni. A *Bussines Week* 1975-ös cikke például a Lockheed repülőgépgyár megmentésével kapcsolatban írt erről (*Cobbs* [1975]), ilyen minősítésre tömegesen viszont valóban 1984 után, a nyolcvanas évek végén, a kilencvenes évek elején a bankszektorral kapcsolatban került sor, amikor az amerikai bankválságban közel 1600 kereskedelmi bank szüntette be tevékenységét. (Az amerikai nyomtatott sajtóban 1991-ben több mint 250 esetben utaltak rá – vö. *Stern–Feldman* [2004]). A fogalomnak nem banki területen való használatában a 2008. évi válság némi tisztulást hozott. A fogalom értelmezéséhez sokan hozzájárultak, kongresszusi meghallgatások témájává vált, és egyre inkább a rendszerszintű kockázatok megjelenéséhez kötötték, vagyis a piaci szereplő mérete önmagában nem volt elég.

Előzményként két nagyvállalat bukása már jelezte, hogy milyen esetben nem lehet állami segítségre számítani. A dotcomválság csúc sát követő évben, 2001-ben, az Enron energiaipari vállalat a Fortune 500-as listáján forgalma alapján a 7. volt, és a legnagyobb gáz- és villamosenergia-kereskedő cégnek számított. 2001 októberében hatalmas veszteség bejelentésére kényszerült, 2001 decemberére csődöt jelentett. A helyzetének alakulásában döntő szerepet játszott, hogy 1993–2001 között hamis bevételi és profitadatokat közölt, aminek elsődleges célja részvényárfolyamának és besorolásának mesterséges emelése volt. Ennek lehetőségét – ahogy a későbbi kutatások megállapították – a könyvvizsgálók és a hitelező bankok által gyakorolt gyenge ellenőrzés, a beszámoltatás hiánya teremtette meg.⁵ Ezek az okok is szerepet játszottak az egyik legnagyobb távközlési vállalat, az amerikai cégek között 2001-ben 42-diknek rangsorolt Worldcom 2002. évi csődjében, amely az amerikai gazdaság addigi történetében a legnagyobbban csődnek számított. A vállalatvezetés

⁵ Az Enron és a Worldcom bukásáról, a bankok és a könyvvizsgálók szerepéről, az eset tananyagga válásáról lásd *Benston és szerzőtársai* [2003], *Cudahy–Henderson* [2005], *Healy–Palepu* [2003], *Markham* [2011], *Regan* [2005], *Wilmarth* [2006].

súlyos mulasztásai és a cégek gazdaságban elfoglalt relatív helyzete végül is egyik esetben sem adott okot vagy lehetőséget a *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* érvrendszer használatához. Sőt a szövetségi energiaszabályozó szervezet elnöke a kongresszusi meghallgatásán kijelentette, hogy az Enron összeomlása, bár megdöbbentette az energiaipart és a befektetőket, és sok alkalmazott és cégnyugdíjas teljes megtakarítása odaveszett, de az energiaellátásban és kereskedésben nem volt nagyobb fennakadás, az árak stabilak maradtak (Wood [2002]).

A *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* érvelés kiterjesztett használata ellen a 2008-as válság kongresszusi meghallgatásain is többen felléptek. A visszatérő példa az autógyártás volt. Miközben a csődeljárással és felszámolással foglalkozó szakmai szervezetek a három nagy amerikai autógyár mindegyikére előszeretettel használták a *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* formulát annak érdekében (Kuney–James [2009]), hogy a csődtörvény egyes módosításait elérjék, addig a Kongresszus egyik bizottsága előtt a Brookings Institute és az American Enterprise Institute szakértői a fogalom korlátozott hatóköre mellett érveltek (Committee on Banking... [2009]). Elismerték, hogy az autóipar válsága, egyes vállalatok csődje, az iparág gazdasági beágyazottsága miatt (hatalmas beszállítói háttér, kereskedelmi és szervizhálózat) széles körben veszteségekhez vezethet, de semmiképpen nem okozhat rendszereszerű összeomlást – állították. Ha nem a csődtörvény szerint hullanak ki cégek, akkor nem érvényesül a piaci verseny piactisztító ereje, amely révén a rosszul vezetett vagy rossz üzleti modellben működő cégeket bukásra ítéli. A *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* besorolás bankszektoron túli kiterjesztése a kis hatékonyságú cégek megmentését, a többi vállalkozás gyengülését és az erkölcsi kockázat terjedését jelentené. A pénzügyi szektor és a reálszektor különbözik egymástól a finanszírozás módjában: míg az előzőben elsősorban a rövid távú kölcsönök dominálnak, az utóbbiban a hosszabb távú kölcsönök és a saját és részvénytőke felhasználása a jellemző (lásd Peter J. Wallison és Martin Neil Baily írásbeli nyilatkozata, Committee on Banking... [2009] 80–94. o.).

Az amerikai autóipar megmentésére végül is nem a *túl nagy a bukáshoz* elv mentén került sor, egyes esetekben a csődeljárások speciális változata szerint történt a bajbajutottak megsegítése (Chrysler, General Motors). A válság kezdetekor az egyébként sem stabil autógyárak hamar felélték tartalékaikat. A Kongresszus által megszavazott 700 milliárd dolláros mentőcsomag (*Troubled Asset Relief Program, TARP*) 2011 nyaráig felhasznált 550 milliárd dollárjából 85 milliárd dollár jutott a három autógyár (General Motors, Chrysler, Ford) megsegítésére (Tracking... [2011]). A vállalatmentés során – vállalatonként eltérő mértékben – sor került államtulajdon-szerzésre, a gyártó garanciáinak állami támogatására, keresletösztönző intézkedésekre, az értékesítő hálózat finanszírozási problémáinak megoldására és új vállalatvezetés kinevezésére.

Az autóipar támogatási hulláma természetesen nem állt meg az Egyesült Államok határain belül. Bár a korábbi brit tapasztalatok (ahogy a British Leyland többszöri

megmentésének kudarca után fogalmaztak: nem érdemes jó pénzt dobni a rossz után; vö. *Schwartz* [2008]) nem voltak túl kecsegtetők, Franciaországban, Olaszországban, Spanyolországban mégis jelentős támogatásokat juttattak az autóiipari cégeknek. Az európai cégek pénzügyi helyzete viszonylag kedvezőbb volt, mint az amerikaiaké, csökközelbe egyik cég sem került, itt a támogatási megoldások elsősorban a keresletöztönzés, a kutatás-fejlesztési támogatások és az értékesítési hálózat fenntartására irányultak. A francia (és az amerikai) támogatási rendszer azon kitételeivel szemben, amelyek csak a francia (amerikai) munkahelyek és beszállítók védelmét célozták, az Európai Bizottság aggodalmát fejezte ki, és ellenlépéseket helyezett kilátásba. Neelie Kroes akkori versenyügyi biztos hangoztatta, hogy az állami támogatási akcióknak meg kell felelniük mind a versenypolitikai, mind a szabad tőkemozgásra vonatkozó szabályoknak (*Gow* [2009]).

Az amerikai autóiipar megmentését a kormányzati beszámolók sikeresnek ítélik. 2011 első negyedévére mindhárom autógyártó nyereségessé vált, erre 2004 óta nem volt példa. Piaci részesedésük 2010-ben nőtt, ez utoljára 1995-ben történt meg. A több mint nyolcvanmilliárd dollár támogatásból eddig 40 milliárd dollár került vissza a költségvetésbe. Az állami részesedések eladása megkezdődött: a General Motorsban lévő részvényeinek 45 százalékát a kormányzat 2010 novemberében értékesítette (*Bloom* [2011]). A számvevőszéki jelentések ennél borúlátóbbnak bizonyulnak, kétségeket fogalmaznak meg a támogatások teljes megtérülésének lehetőségéről, különösen azt a tényt emelik ki, hogy a kormány a részvényeinek viszonylag gyors értékesítésével megnehezítette a további értékesítés sikerét, legalábbis abból a szempontból, hogy az a részvényárfolyam, amelynél a támogatások teljes megtérülése bekövetkezhetne, a gyors értékesítés miatt magasabbra került (*GAO* [2011]).

Mások inkább a vállalatmentés hosszabb távú következményeiért aggódnak. A hagyományosan a túlzottan beavatkozó állam ellenfelének számító Cato Intézet egyik kutatásvezetője kongresszusi meghallgatásán kifejtette, hogy a legfontosabb kérdés az, hogy sikeresnek lehet-e elkönyvelni a beavatkozást. Amennyiben így kerül be a köztudatba, akkor az állami beavatkozás elfogadhatósági szintje lejjebb száll, és a hasonló beavatkozások gyakoribbá válhatnak. A beavatkozás előtt a várható veszteségek mértékének megítélésében gyors inflálódás volt tapasztalható: a vállalatmentésben érdekelt felek a félelmekre játszottak, s ha a beavatkozás sikerként marad meg az emlékezetben, akkor ez a magatartás kifizetődőnek bizonyul. Az üzleti életben azonban emiatt nő a bizonytalanság, a jogrendszer következetességébe vetett hitt meggyengül, megnövekednek a kockázati felárak, és más országok is hajlamosabbakká válnak támogatások nyújtására (*Ikenson* [2011]).

KÖNYVVIZSGÁLÓK ÉS HITELMINŐSÍTŐK

A könyvvizsgálat szabályainak szigorítása

Az üzleti környezet stabilitását, a bizalom megteremtését és fenntartását segítő intézmények közül az utóbbi évtizedben sokat foglalkoztak a könyvvizsgálók és hitelminősítők szerepével. A vállalatok mérlegeinek újraértékelése, a korábban elfogadott mérlegek, forgalmi és nyereségadatok korrigálása az 1990-es évek végére az Egyesült Államok vállalatainak a körében egyre sűrűbbé vált. A pénzügyi mérlegeit 1997-ben 92 részvénytársaság módosította, 1998-ban 108, 1998-ban 174, 2000-ben 201 és az Enron és a Worldcom bukása idején, 2001-ben már 250 (Edwards [2004] 238. o.). Nem meglepő, hogy egyre erősebbé vált az a vélekedés, hogy a mérlegek és nyereségadatok manipulálása kezd az üzleti kultúra részévé válni, ami a vállalatvezetésbe vetett bizalom megrendüléséhez vezetett. Ezt megerősítette a vállalatvezetők javadalmazására kialakított érdekeltségi rendszerek részleteinek napvilágra kerülése. A bizalom azonban nemcsak a vállalatvezetésben ingott meg, hanem a vállalatvezetés működését ellenőrizni hivatott szervezetekben is.

A könyvvizsgálat működési módját illetően egyre több kritika és kétely fogalmazódott meg. Összeférhetetlenségi ügyek merültek fel, hiszen a könyvvizsgálókat sokszor ugyanazon vállalatok tanácsadóiként is foglalkoztatták, egy-egy vállalat nagyon hosszú időszakon át alkalmazta ugyanazt a könyvvizsgáló céget, aminek következtében kapcsolatuk gyakran túlságosan is bensőségesé vált. A könyvvizsgálók működését más szervezetek nem, csak maguk a könyvvizsgálók ellenőrizték. A belső ellenőrzés, az igazgatóságok által működtetett auditáló bizottságok tagjai általában valamilyen módon függték a vállalatvezetéstől, jellemzően a vállalat részvényével is rendelkeztek, ezzel is jelezve, hogy bíznak a vállalat célkitűzéseiben.

A vállalatvezetés ellenőrizetlensége miatt kialakult vállalati csődök körüli botrányok – amelyek miatt a világ öt legnagyobb könyvvizsgálójának egyike (Arthur Andersen, amely az Enron és a Worldcom könyvvizsgálója is volt) beszüntette amerikai könyvvizsgálói tevékenységét – az amerikai Kongresszust 2002-ben új szabályozás megalkotására sarkalták. A vállalkozások és a könyvvizsgálat beszámoltatásáról és felelőségéről szóló, a benyújtók neve után Sarbane–Oxley-törvénynek nevezett törvény (*Corporate and Auditing Accountability and Responsibility Act*) az ellenőrzés szigorítását tűzte ki célul. A könyvvizsgálat felügyeletére létrehozták a tőzsdei társaságok beszámolóit ellenőrző bizottságot (*Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB*). A törvény előírta a könyvvizsgálat és tanácsadás elkülönítését, a kockázatok teljes körű bemutatásának kötelezettségét, a könyvvizsgálók cserélődését, a belső ellenőrzés jelentős mértékű javítását (Romano [2004], Zhang [2005]).

A vállalatvezetés felelőségének, beszámoltathatóságának növelése, a könyvvizsgálat szabályainak megszigorítása nem váltott ki osztatlan lelkesedést. Az elemzések egy része azt hangsúlyozta, hogy a szabályozás költségei messze meghaladják

az alkalmazásából származó hasznokat (*Zhang* [2005]), a kockázatot vállalók köre leszűkül, az amerikai tőzsdék vonzereje csökken (*Bargeron és szerzőtársai* [2009]), míg mások a lépést elkerülhetetlennek, gyorsaságát a bizalom helyreállítása szempontjából fontosnak, az ellenőrzésért felelős intézmények és személyek felelős viselkedésének növekedését pedig jól érzékelhetőnek és mérhetőnek találták (*Dyck és szerzőtársai* [2010]). A lépést nagyobb történeti perspektívában elhelyezők pedig úgy látták, hogy az amerikai vállalatirányítási és szabályozási rendszer sajátosságaiból fakadóan következik be körülbelül tízévente a nagyvállalatok válsága (*Roe* [2004]).

A vállalati botrányoknak és csődöknek volt egy másik jelentős utóhatása is, a nagyobb, tőzsdén jegyzett cégek könyvvizsgálatával szinte kizárólagosan megbízott cégek száma ötről négyre csökkent. Voltak, akik ezt a változást is veszélyesnek tartották a könyvvizsgálói szakma szempontjából, véleményük szerint a kormányzatnak az Arthur Andersen kilépését meg kellett volna akadályoznia (*Cunningham* [2006]). A könyvvizsgáló cégek koncentrációjának folyamata már a nyolcvanas évek végén megkezdődött az Ernst & Whinney és az Arthur Young (Ernst & Young), valamint a Deloitte Haskins & Sells és a Touche Ross (Deloitte & Touche) 1989-es egyesülésével, így a nyolccéges piac hat cégre csökkent, majd 1998-ban a Price Waterhouse egyesült a Coopers & Lybranddel (PricewaterhouseCoopers), s az így piacon lévő öt cégből vált ki az Arthur Andersen. A részvénytársasági klientúrával rendelkező könyvvizsgáló cégek forgalma alapján számított koncentrációs index (Hirschman–Herfindahl-index) 1998 után jóval az erős piaci koncentrációt és a jelentős piaci erő jelenlétét jelző 1800-as érték fölé emelkedett, és 2002-ben elérte a 2566-ös értéket (*GAO* [2003]).

A koncentráció okaként az amerikai cégek globális terjeszkedését és az ehhez illeszkedő könyvvizsgálói háttér megteremtését, a méretgazdaságosság hajtóerejét és a komplex üzleti folyamatok megértését célzó specializálódást említették. A könyvvizsgálók számának lehetséges további csökkenése azonban már minden érdekelt szerint kedvezőtlen helyzetet teremtene, jelentősen rontaná a vizsgálandó cégek választási lehetőségét, ugyanakkor a kihullás veszélyének csökkenése erkölcsi kockázatot teremtve elkényelmesítené a piacon maradókat. Éppen ilyen helyzet alakult ki 2005-ben, amikor a KPMG elismerte, hogy adócsalásban segédkezett, 546 millió dollár kifizetésével egyezséget kötött az amerikai igazságügyi minisztériummal, amelynek értelmében a cég perbefogását elhalasztják, a csalásban rész vett személyek ellen pedig bűnvádi eljárást indítanak (*DoJ* [2005]). Ezt a megállapodást úgy is lehetett értelmezni, mint a piacszerkezet további koncentrációjának elkerülésére tett kísérletet, ami ugyan a versenyzők számának megőrzésével némi reményt keltett a könyvvizsgálót választani kívánó cégek körében, de a versenyben maradás államilag támogatott módszerével, a kihullás esélyének csökkenésével a versenyszellemet feltehetően nem erősítette.

A könyvvizsgálat felügyeletének (PCAOB) vizsgálatai rendszeressé váltak, a négy nagy könyvvizsgáló 2010. évi tevékenységét négy jelentésben foglalták össze. Feltár-

ták az áttekintett könyvvizsgálatok során elkövetett hibákat, és javaslatokat fogalmaztak meg ezek megszüntetésére. A Deloitte esetében 57 vizsgált esetből 26-ban, az Ernst & Youngnál 62-ből 15, a KPMG-nél 54-ből 12, a PwC-nél 76-ból 28 esetben találtak szabálytalanságot (*PCAOB* [2011a], [2011b], [2011c], [2011d]). A felügyelet külön jelentést készített a könyvvizsgálók válság alatti tevékenységéről, meghatározta azokat a területeket, amelyek különösen sok problémát okoztak, és ahol a felügyelet által kidolgozott értékelési szabványokat nem alkalmazták megfelelően (például valós értéken való elszámolás, jövedelemadózás, készletek, bevételszámítás, mérlegén kívüli tételek elszámolása, üzleti hírnév elértéktelenedése stb. – vö. *PCAOB* [2010]), de a könyvvizsgálat egészére vonatkozóan nem állapított meg a válsággal összefüggően jelentkező súlyos problémát.

Az Enron-botrány hírének európai fogadtatása azt jelezte, hogy az európai vállalatirányítási és felügyeleti rendszereket, ha nem is immúnisnak, de legalább beoltottnak tekintik a hasonló fertőzésekkel szemben. Ez a vélekedés csak az olasz Parmalat-botrány 2003. végi kirobbanásáig tartott, amikor kiderült, hogy a cég mérlegeiben a tényleges haszon ötszöröse szerepel, a forgalmat 35 százalékkal magasabbnak tüntették fel, az adósságállománya 12,5 milliárd dollárral nagyobb, és nem is létezik az állítólagos több milliárd dolláros bankszámlája (*Stoltenberg és szerzőtársai* [2005] 479. o.). Egyes országokban ugyan már az Enron-ügy után szigorítottak a könyvvizsgálat addigi rendszerén, de szélesebb körű törvénymódosításokra, új törvények megfogalmazására csak a 2006-ban megszületett európai uniós irányelv hatására került sor (*EPT* [2006]). Az irányelv alapján olyan auditáló bizottságokat kell felállítaniuk a könyvvizsgálatra kötelezett cégeknek, amelyek a vállalatvezetést megkerülve közvetlen kapcsolatban vannak a könyvvizsgálóval, és a megválasztandó könyvvizsgálókat is ezek a bizottságok javasolják. A könyvvizsgálat minőségének és átláthatóságának javításán túl meg kell teremteni a könyvvizsgálat nemzeti felügyeletét is. A magyar jogrendbe a 2007. évi LXXV. törvény építette be az európai uniós előírásokat.

Ezek a törvényi változtatások azonban nem érintették a könyvvizsgálói piac strukturális problémáit és a verseny korlátozott voltát. Ennek bemutatására és elemzésére több tanulmány is készült. Az Oxera tanácsadó cég az Egyesült Királyság kereskedelmi és ipari minisztériuma (*Department of Trade and Industry*) részére készített 2006-os tanulmányában megállapította, hogy a legnagyobb brit vállalatok szinte kizárólag a négy nagy könyvvizsgálót alkalmazzák, és kiválasztásuk szempontja az ismertség és hírnév. A közgazdasági elmélet várakozásainak megfelelően ez a koncentrált piac magasabb díjazást tesz lehetővé számukra. A piaci struktúra változására nem lehet számítani az erős piacra lépési korlátok miatt (*Oxera* [2006]). Egy évvel később az *Oxera* [2007] tanulmány az egyik piacra lépési korlátot, a tulajdonosi struktúra merevségét – a partnerségi modellt – vizsgálta, és megállapította, hogy a szabályozás enyhítésével, azzal, hogy külső befektető is megjelenhetne a könyvvizsgálók tulajdonosi szerkezetében, a kisebb cégek piacra lépési esélyei javulnának.

A 2008-as gazdasági válság még inkább kiemelte a strukturális feszültségeket az auditálási piacon. Az Egyesült Királyságban a Lordok Házának egyik bizottsága a könyvvizsgálói piac helyzetét feltáró jelentésében kitért a banki könyvvizsgálók válság idején játszott szerepére is. Ez a piac még koncentráltabb, már csak három nagy cég van jelen (az Ernst & Young nem végez banki könyvvizsgálatot), amelyek magatartásából látszott, meg voltak győződve, hogy a kormányzat megmenti a bankokat. Ez a felfogás jelentős mértékben befolyásolta a bankok tevékenységének minősítését. A válság során a bankok és a bankfelügyelet közötti kapcsolat sem volt kielégítő, de a könyvvizsgálók válságban játszott szerepe a meghallgatásokból is kiderült: lehet ugyan, hogy szigorúan vett jogi értelemben megfelelően végezték munkájukat, a szabályokat betartották, de a bankok látható nehézségei felett a bankok megmentésébe vetett hitt miatt könnyebben átsiklottak. A bizottság a könyvvizsgálók védekezését a „lehangolóan öntelt” jelzővel illette (*House of Lords* [2011] 40. o.). Végso megállapításaik szerint a banki könyvvizsgálók tevékenysége hozzájárult a bankválsághoz. Vagy vétkes módon nem érzékelték a halmozódó nehézségeket, vagy ha igen, akkor szintén vétkes módon nem jelezték aggályaikat a bankfelügyeletnek (uo. 46. o.).

A brit nagyvállalatok könyvvizsgálati piacán tapasztalható versenyproblémák miatt a versenyhivatal (*Office of Fair Trading, OFT*) 2011 októberében ágazati vizsgálati javaslatot nyújtott be a versenybizottságának (*Competition Commission, CC*). A gyantú a következőkre alapozták: egyes ágazatokban – bankszektor, bányászat, közművek – a nagy négyes (Big Four) helyett már csak három könyvvizsgáló van jelen, s a belépési korlátok igen nagyok. A londoni tőzsde FTSE 250 indexének kosarába tartozó vállalatok 98 százalékában a négy nagy cég a könyvvizsgáló. A FTSE 100 vállalatai 47 százalékának egyetlen cég, a PwC a könyvvizsgálója. A társaságok nagyon ritkán váltanak könyvvizsgálót, 2002 és 2010 között az FTSE 250 vállalatoknak csak 4 százaléka bízott meg másik céget (*OFT* [2011] 30. o.). A már kialakult helyzeten tovább ronthat, ha a négy nagyból kiesik valamelyikük. A Competition Commission megkezdte a vizsgálatot, amelyet 2013 októberéig kell elvégeznie.

Az Európai Bizottságban is készültek tanulmányok és javaslatok a könyvvizsgálói piac problémáinak elemzésére és megoldására. A 2010 októberében kiadott Zöld Könyv összegezte a válság tanulságait, és megoldási javaslatokat fogalmazott meg (*Zöld Könyv* [2010]). Az ezekről kezdődött vita lezárásaként a Bizottság 2011 novemberében benyújtotta javaslatát a könyvvizsgálatról szóló korábbi irányelv (2006/43/EK) módosítására és egy új rendeletre, amely a közérdeklődésre számot tartó jogalanyok (*public interest entities, PIE*)⁶ könyvvizsgálatára vonatkozott (*EC* [2011c], *EC* [2011d]). Mindkét javaslat indoklása hasonlóan kezdődik:

⁶ Ilyenek például bankok, biztosítók és tőzsdén jegyzett vállalatok, amelyek az európai uniós szabályozások során újabban kiegészültek különböző pénzügyi közvetítő intézményekkel.

- ♦ „A pénzügyi válság közvetlen folyományaként Európában és másutt is olyan eszközöket vetettek be, amelyek legfőbb célja a pénzügyi rendszer mielőbbi stabilizálása volt. A bankok, fedezeti alapok, hitelminősítő intézetek, felügyeletok és központi bankok szerepét sok esetben megkérdőjelezték és alapos vizsgálatnak vetették alá, ugyanakkor nem, vagy csak kevés figyelmet kapott az a szerep, amelyet a könyvvizsgálók a válságban játszottak – vagy inkább, amelyet játszaniuk kellett volna. Annak ismeretében, hogy 2007 és 2009 között számos bank mutatott ki jelentős veszteségeket mérlegen belüli és kívüli pozíciói kapcsán, sok uniós polgár és befektető számára nehezen érthető, hogy a könyvvizsgálók ügyfeleik (különösen a bankok) részére miként adhattak ki „tisztá” jelentéseket ezekről az időszakokról. Fontos megjegyezni, hogy egy olyan válságban, amelynek során 2008 októbere és 2009 októbere között az adófizetők pénzéből 4588,9 milliárd eurót fordítottak a bankok támogatására, amely az EU–27 2009. évi bruttó hazai termékének 39 százalékát tette ki, a pénzügyi rendszer valamennyi eleme javításra szorul.” (EC [2011d] 2. o.)⁷

A megoldásra kínált javaslatok egyes esetekben a Sarbane–Oxley-törvényben használt megoldásokat követik, de időnként radikálisabbak az abban foglaltaknál. A javaslatok körüli vitában mindenütt visszatért az a félelem, hogy egyetlen cég kihullása a négy nagy könyvvizsgáló közül már rendszerkockázati tényezőként szerepelhet, vagy más megfogalmazásban, itt is érvényesülnie kell a *túl nagy a bukáshoz* elvnek. Az elkészült javaslatok nem tartalmazzák explicit módon ezt a gondolatot, de az európai felügyeleti rendszer kialakításában az információáramlásba és értékelésbe az Európai Rendszerkockázati Testületet (*European Systemic Risk Board, ESRB*) is belevették. Az Európai Bizottság javaslatainak elsődleges célja a könyvvizsgálók függetlenségének erősítése és a könyvvizsgálói piac „sokszínűbbé” tétele. A Bizottság a könyvvizsgálói szolgáltatások piacát is – több, korábban már megnyitott szolgáltatási piachoz hasonlóan – az egységes európai piac részének tekinti, és ennek elérése érdekében további javaslatokat fogalmazott meg.

A javaslatok fontos része a könyvvizsgálók feletti felügyelet nemzeti és európai uniós szintű megerősítése. A javaslatok egyes elemei a közérdeklődésre számot tartó jogalanyok kötelező könyvvizsgálatára vonatkoznak. A főbb intézkedések a következők lennének: a könyvvizsgáló cégek kötelező rotációjának keretében (néhány kivételtől eltekintve) maximum hatéves időszakot követően, kötelesek lesznek egymást váltani. Ezt tartják az egyik legfontosabb intézkedésnek, a többi csak ezzel együtt fejtené ki a kívánt hatást. Ösztönözni fogják két cég közös, egyidejű megbízását könyvvizsgálatra. A közérdeklődésre számot tartó jogalanyok esetében kötelezővé válik a pályáztatás, amelyben a cégek auditáló bizottságának tevékenyen kell részt vennie. A könyvvizsgáló cégek nem nyújthatnak majd auditált ügyfeleknek más

⁷ A háttérmagyarzatokat tartalmazó emlékeztető a legnagyobb port felkavaró, a könyvvizsgálat hitelét rontó, közelmúltbeli ügyek között az Anglo Irish Bank-, BAE Systems-, Lehman-, Satyam- és az Olympus-ügyeket említi (EC [2011e] 1. o.).

szolgáltatásokat. A nagy könyvvizsgáló cégeket kötelezni fogják a könyvvizsgálati és nem könyvvizsgálati szolgáltatások szétválasztására.

A könyvvizsgáló cégek belső működési szabályai is módosulnak, tulajdonviszonyaikat tekintve megszüntetik azt a szabályt, hogy a tulajdonosok több mint felét a partnerek adják. A könyvvizsgálati eljárások alapelveként a készülő rendelet önálló fejezetben hangsúlyozza a szakmai kételkedést mint alapvető magatartási szabályt. A kötelező könyvvizsgálatok egységes piacának létrehozása érdekében bevezetik a könyvvizsgálói szakma európai útlevelét. A könyvvizsgálat felügyeletének megerősítése érdekében a nemzeti felügyelet vizsgálati jogosultságát növelik, és mindenütt megkövetelik a szakmai szervezetektől való függetlenséget. A Bizottság azt javasolta, hogy a könyvvizsgálat-felügyeleti tevékenységek koordinációjára az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (EÉPH) keretein belül kerüljön sor. A javaslatok a kis- és közepes méretű vállalatok esetében e feltételek arányosított alkalmazását szeretnék elérni.

A javaslatok mellett kötelezően elkészültek a változtatások hatásait vizsgáló tanulmányok is. Az intézkedések egy része mind a vizsgált cégek, mind a könyvvizsgáló cégek számára többletköltségekkel jár. A közérdeklődésre számot tartó jogalanyok körében a 100 millió euró feletti piaci értékű vagy mérlegfőösszegű piaci szereplők esetében évi 90–150 ezer eurós többletkiadás várható, az ennél kisebb cégeknél, kis- és középvállalatoknál az éves becsült többletköltség 10 ezer euró alatt lesz. A könyvvizsgálat minőségének javulása, a közös könyvvizsgálati eljárások bevezetése és a nagyobb fokú bizalom hasznai nehezen számszerűsíthetők – a kisebb kockázat csökkenti a tőkeköltségeket (ezt jelenértékben 40 milliárd euróra becsülték), az új piaci szereplők megjelenése pedig csökkenti a könyvvizsgálati díjakat és a nagyobb verseny következtében az egyéb tanácsadási díjakat is (*Commission Staff* [2011] 256–259. o.).

Szigorúbb szabályozás a hitelminősítők piacán

A könyvvizsgálói piac szerkezeti problémáihoz és a felmerülő versenykorlátozási aggályokhoz hasonlóak tapasztalhatók a hitelminősítők piacán is. A nagy cégek száma ezen a piacon csak három (Fitch, Moody's, Standard & Poor's), függetlenségük sok esetben megkérdőjeleződik, működésük nem eléggé átlátható, a válság alatti teljesítményüket a könyvvizsgálóéknál negatívabban ítélték meg. Az Egyesült Államok értékpapír- és tőzsdefelügyelete (*US Securities and Exchange Commission, SEC*) 2006 óta rendelkezik a korábban szabályozatlan piac feletti ellenőrzés jogával, amit a pénzügyi rendszer felügyeletének javítására született Dodd–Frank-törvénnyel jelentős mértékben megerősítettek (*Dodd–Frank...* [2010]).

A hitelminősítők a pénzügyi eszköz kibocsátóját és magát az eszközt is minősíthetik. A minősítésre a leggyakrabban a kibocsátó kérelmére kerül sor, de a minősítők enélkül is végeznek minősítéseket. Az előbbi esetben a kibocsátó által rendelkezésre bocsátott bizalmas információkat is felhasználják, az utóbbiban általában nyilváno-

san hozzáférhető adatokkal dolgoznak. A kérelemre végzett minősítés mind a megbízás jellege, mind a felhasznált információk tekintetében közel áll a könyvvizsgálathoz, a szolgáltatásért nem azok fizetnek, akik végül is használni fogják (például befektetők). A hitelminősítők – megint csak a könyvvizsgálathoz hasonlóan – egy sor egyéb szolgáltatást (például kockázatkezelési tanácsadást) is nyújtanak az ügyfeleknek. A tulajdonosi szerkezetük azonban különbözik a könyvvizsgálókéétól, mert többnyire befektetők és profitérdekeltektől tulajdonában vannak.

Bár a módszerek egyre kifinomultabbak, a hitelminősítésben mindig jelen van a szubjektív vélemény és a hibázás lehetősége. Az Enron-, Worldcom-, Parmalat-ügyekben, annak ellenére, hogy bizalmas információk birtokában voltak, még közvetlenül a bukás előtt is befektetésre érdemes minősítéseket adtak (*Oxera* [2007] 64–65. o.). A hitelminősítési piac egyik legfontosabb kérdése az, hogy a hibák mikor válhatnak ismétlődővé és a verseny hiánya miatt rendszerszerűvé. A piac számos jellemzője arra utal, hogy egy részletes versenyhatósági vizsgálatban érdemes vizsgálni a hallgatólagos összejártságot, az együttes erőfölény tényállását. A piacon kisszámú oligopolhelyzetű cég működik, nagyjából hasonló termék- és szolgáltatásválasztékkal, azonos üzleti modellel dolgoznak, hasonló díjazást és listaárakat használnak, költségszerkezetük is hasonlít egymáshoz, nagyjából egyforma számú elemzőt alkalmaznak, a minősítési módszertanuk sok hasonlóságot mutat, piaci jelenlétük a nagy nyilvánosság miatt azonos fokú (*Petit–Neyrinck* [2011] 8–11. o.).

A Dodd–Frank-törvény, amely teljes címében a *túl nagy a bukáshoz* elv érvényesülésének megszüntetését is hirdette,⁸ egy sor kérdésben próbált változtatni a kialakult helyzeten, ennek érdekében az Egyesült Államok értékpapír- és tőzsdefelügyelete (SEC) keretében önálló hivatal (*Office of Credit Ratings*) kívánnak létrehozni a hitelminősítők felügyeletére. A hitelminősítőkre vonatkozó összeférhetetlenségi szabályokat a korábbihoz képest nagymértékben megszigorították: a minősítéseken dolgozókat eltiltották a minősítések értékesítésében való részvételtől, a hitelminősítők működésének nyilvánosságával összefüggő számos kérdést szabályoztak. Nyilvánosságra kell hozni, hogy milyen feltételrendszereket használnak a minősítésekénél, fizetett vagy nem fizetett a minősítés, közölniük kell a korábbi minősítések hosszú távú adatait a minősítések pontosságának értékeléséhez, egy minősített cégnél később alkalmazást vállaló volt alkalmazott esetén minősítési tevékenységét utólag ellenőrizni, értékelni kell stb. (*Dodd–Frank...* [2010], SEC.931–939.). A hivatal megalakulásáig az éves jelentéstételi kötelezettséget a SEC teljesíti. A 2011-es jelentésben megállapította, hogy a minősítők még inkább a *befektető fizet* típusú üzleti modellt követték, ugyanakkor igyekeztek a válság után tett felügyeleti megállapí-

⁸ „An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end ‘too big to fail’, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.”

tásokat megfogadni, és a jelzáloghitelek és más biztosítékokkal fedezett kölcsönök ügyében a szükséges változtatásokat megtenni (*SEC* [2011] 9–11. o.).

A válság során felmerült problémákkal az európai szabályozás is igyekezett lépést tartani, és irányelvek és rendeletek kibocsátásával a szabályozás kereteit megteremteni. A hitelminősítő intézetekről szóló, 2010 decembere óta hatályban lévő EU-rendeletet (*EPT* [2009]) az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (EÉPH) létrehozása után, 2011 májusában módosították, a piac felügyeletét az EÉPH-re bízta, és kidolgozták a felügyelet megvalósításának részleteit (*EPT* [2011]). Rendelkeztek a hitelminősítők nyilvántartásba vételének feltételrendszeréről, az üzletvitel, a minőségbiztosítás és az összeférhetetlenség szabályairól. Az euró-adósságválság fejleményei azonban újabb kételyeket fogalmaztak meg a hitelminősítők működésével kapcsolatban. *Petit–Neyrinck* [2011] szerint a hitelminősítők a jelzáloghitelezés során „vak optimizmusról” tettek tanúbizonyságot, a válság után viszont extrém módon pesszimistának bizonyultak, a minősítő lépések együttmozgása és egyes államadósság-minősítések időzítése az önmagát beteljesítő próféciaik képzetét is felveti. Viviane Reding, az Európai Bizottság alelnöke 2011 júliusában úgy fogalmazott, nem szabad megengedni, hogy egész gazdaságok sorsát három amerikai cég által alkotott kartell határozza meg (*Petit–Neyrinck* [2011] 3. o.).

A szabályozási keret további szigorítására 2011 novemberében terjesztett be az Európai Bizottság újabb javaslatokat (*EC* [2011*a*], *EC* [2011*b*]). A belső piacért felelős biztos, Michel Barnier bejelentette: „Elsődleges célom a minősítésekre való túlzott hagyatkozás visszaszorítása. Ezzel egyidejűleg javítani szeretném a minősítési folyamat minőségét is. A hitelminősítő intézeteknek szigorúbb szabályokat kell követniük, minősítéseiket illetően átláthatóbbnak kell lenniük, hibáikért pedig vállalniuk kell a felelősséget. Nagyobb versenyt is szeretnék látni ezen a piacon.” (*EB* [2011] 1. o.). Ennek érdekében javasolták, hogy az alapkezelőkre is kiterjedjen a pénzügyi intézmények tőkekövetelményei között már előírt, külső minősítésekre való hivatkozások csökkentése, valamint a saját átvilágítás elvégzése. A hitelminősítőknél és a minősítetteknek több és jobb információt kell közzétenniük, és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokra vonatkozó összes minősítést szabadon hozzáférhetővé kell tenni. A minősítési módszertan változtatásait a kibocsátókkal és a befektetőkkel történt megvitatás után az EÉPH elé kell majd terjeszteni, amely felügyelni fogja az alkalmazását.

Az államadósságok esetében az EU-tagállamokat félévente minősítenék, részletes tájékoztatást adva a megalapozó tényekről és feltételezésekről. A minősítéseket az európai uniós piacok nyitva tartásán kívüli időben kell közzétenni. A verseny javítása, a függetlenség elérése és az összeférhetetlenség megszüntetése érdekében a kibocsátóknak háromévente cserélniük kellene a hitelminősítőjüket, az összetett, strukturált pénzügyi termékekhez pedig két különböző hitelminősítő intézettől két különböző minősítésre lesz szükség. A tulajdonosi struktúrát érintő változtatási szándék az, hogy azonos befektető nem lehet nagyrésztvényes két különböző hitelminősítő intézetben. A hitelminősítők felelősségvállalását azzal próbálják növelni,

hogy szándékos vagy súlyos gondatlanság vélelme esetén az érintett befektetők bírósági úton érvényesíthetik követeléseiket, ekkor a bizonyítás terhe a hitelminősítő intézeten nyugszik (EC [2011b]).

Elképzelhető, hogy a piaci szereplők számának növelése, a túlzott koncentráció enyhítése a jövőben máshonnan kap megerősítést. A KPMG és a PwC 2010-ben bejelentette, hogy a hitelminősítési piacra való belépés gondolatával foglalkozik (FT [2010]). Úgy vélik, hogy szakmai felkészültségük megfelelő, és az adatok kellő mélységű ismerete alapján a jövőbeli kockázatokról is alapos véleményt tudnának formálni. A hasonló szakmai tapasztalatokon túl ennek a közeledésnek a háttérében a jelentős összegű kártérítési perek lehetőségének csökkentése, a kockázatok viselésének megosztása és ezzel összefüggésben a biztosítási költségek enyhítése is állhat. Az amerikai jogrendszerben jelenleg a könyvvizsgáló felelőssége számonkérés esetén sokkal súlyosabb csalásnak minősül, míg a hitelminősítőké gondatlanságnak, ez a helyzet azonban hamarosan megváltozhat (OECD [2010]). Egyes szerzők elképzelhetőnek tartják, hogy a két piac fokozatos közeledésével a pénzügyi jelentésvetők piacán olyan közös beszámolási rendszer alakul ki, hogy azt hét könyvvizsgáló–hitelminősítő szövetség fogja jellemezni a mai 4 + 3 helyett (Hu [2011]).

Ebben a folyamatban feltehetően szerepet fog játszani az is, hogy a versenyző hatóságok megkezdték a pénzügyi közvetítők, az érzékeny piaci információkhoz hozzájutók válság alatti és utáni magatartásának áttekintését. Mind az Egyesült Államok, mind az Európai Unió hatóságai vizsgálni kezdték a hitelkockázati transzferek piacának (CDS-piac) eseményeit és a londoni bankközi kamatláb (LIBOR) alakulásának módját. Mindkét esetben az összejátszás, illetve a közös erőfőlennyel való visszaélés gyanúja merült fel. A válság eseményeitől függetlenül, a Bizottság vizsgálatot indított a Standard & Poor's és a Thomson Reuters cégek ellen a piaci információk ellenőrzése és terítése ügyében. Ezekben a vizsgálatokban az alapvető pénzügyi információk infrastruktúrájához való hozzáférés kérdéseit, az árukapcsolás, a szellemi tulajdonnal való visszaélés eseteit tanulmányozzák (Powell–Czapracka [2011]). A könyvvizsgálat és a hitelminősítés szabályozásának szigorításán túl, ezek a vizsgálatok is jelzik, hogy a versenyért felelős hatóságok egyre aktívabbak lesznek.

VÁLSÁG ÉS VERSENY

Áttekintve a válságra adott kormányzati lépések egy szűkebb körét (nemzeti bajnokok támogatását, a *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* elv érvényesítését, a könyvvizsgálat és hitelminősítés szabályozását), az a kép körvonalazódik, hogy a kormányok egy része talán tudatában van annak, hogy a piac működési kudarcait korrigálni kívánó állami beavatkozások gyakran éppen növelik a kudarc mértékét, vagy éppen elodázzák a probléma megoldását. A válság kirobbanásával összefüggésben sokszor emlegetett példa erre az amerikai jelzáloghitelezés szélesebb körűvé tétele érdekében

alapított félállami szervezetek (Fannie Mae, Freddie Mac) kockázatvállalási készségének megalapozatlan vagy éppen az állami ernyő biztonságára alapozott növekedése.⁹

Az 1970 és 2007 közötti 42 bank-, valuta- és adósságválságról készített adatbázis elemzése (*Laeven–Valencia* [2008]) azt mutatta, hogy a válságkezelésben a gyors és célzott beavatkozás a legfontosabb, hogy minél hatékonyabban meg lehessen akadályozni a válság következményeinek átgyűrűzését a reálgazdaságra. A gyors beavatkozások körében is azonban világosan meg kell tudni és meg lehet különböztetni azokat az intézkedéseket, amelyek egy szektort versenyszempontból semlegesesen érintenek, azoktól, amelyek versenytorzító hatásúak – az utóbbiakra nem kerülhet sor (*Vickers* [2008]).

A válság továbbterjedésének megállítása után olyan válságmegoldó intézkedéseket kell alkalmazni, amelyek rövid idő után kivezethetők a szabályozási palettáról (*OECD* [2009]). Az állami tulajdonú alapkezelők felállítása például többnyire a politikai kényszerpályák miatt nem képes megoldani az átvett eszközök hatékony kezelését. A válságok elhúzódásának egyik gyakori oka, hogy a rendkívüli intézkedések költségeinek visszatérülési reményére alapozva a rendkívüli intézkedések tartóssá, megszokottá válnak. Ezt a következtetést támasztották alá az 1930-as évek válságainak korábban említett tapasztalatai is.

A válságelemzések bővülő köre¹⁰ egyre inkább azt sugallja, hogy a válság első sorban a szabályozás válsága volt. Az egyébként szabályozott piacokon megjelenő új termékek, szolgáltatások kockázatoságát sem a közvetlenül érintett felügyelet, sem a termékek minősítésére hivatott szervezetek nem ismerték fel, fogalmazhatunk úgy is, hogy a piac éppenhogy jól működött, mert meg akart szabadulni a kezelhetetlen kockázatoktól. A közvetlen mentési munkálatokon túli kormányzati lépések a szabályozás tekintélyének, megbízhatóságának helyreállítására szolgáltak, ehhez általában a korábbinál sokkal szigorúbb szabályozási rendet vezettek be, amelynek minősége és hatékonysága csak a következő évtizedben fog kiderülni. A verseny gazdaságban betöltött szerepének fontosságát sem a közgazdasági elemzések, sem általában a kormányzati lépések nem kérdőjelezték meg. Ahol erre mégis törekvés mutatkozott (nagyvállalatoknak nyújtott egyedi támogatások), ott sem váltak hosszabb távú megoldássá, Európában például az európai uniós szervezetek felléptek az ilyen rövid távú látszatsikerek ellen. A bankszektorban érvényesülő *túl nagy a bukáshoz* elvet fokozatosan átvette a rendszerszintű kockázat szempontja, és háttározott hangok hallatszottak az elv reálszférabeli használata ellen, sőt az amerikai törvényhozás – legalábbis papíron – befejezettnek nyilvánította a *túl nagy ahhoz, hogy elbukjon* szempont használatát. A könyvvizsgálat és a hitelminősítés piacainak vizsgálata pedig azt jelezte, hogy a hosszabb ideje kezeletlen versenyproblémák hozzájárulhattak a válság súlyosbodásához.

⁹ A piaci és kormányzati kudarcok viszonyáról lásd például a Becker–Posner-blog bejegyzését és hozzászólásait (*Becker* [2011]).

¹⁰ Jó összefoglalás található *Böheim* [2011]-ben.

IRODALOM

2007. évi LXXV. törvény a Magyar Könyvvizsgálói Kamaráról, a könyvvizsgálói tevékenységről, valamint a könyvvizsgálói közfelügyeletről. Magyar Közlöny, 2007/80. 5615–5655. o. http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/dir/transpo/hu03.pdf.
- ALMUNIA, J. [2012]: Industrial policy and Competition policy: Quo vadis Europa? *New Frontiers of Antitrust 2012 – Revue Concurrences*, Paris, február 10. Speech/12/83. <http://goo.gl/2g49p>.
- BALDWIN R. E.–ROBERT-NICOUD, F. [2007]: Entry and Asymmetric Lobbying: Why Governments Pick Losers. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5. No. 5. 1064–1093. o.
- BARGERON, L.–LEHN, K.–ZUTTER, C. [2009]: Sarbanes-Oxley and Corporate Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49. No. 1–2. 34–52. o.
- BECKER, G. [2011]: Market Failure Compared to Government Failure. *The Becker-Posner Blog*. <http://goo.gl/ex37N>.
- BÉKÉS GÁBOR–HALPERN LÁSZLÓ–KOREN MIKLÓS–MURAKÖZY BALÁZS [2011]: Still Standing: How European Firms Weathered the Crisis. *The Third EFIGE Policy Report*. Breugel Blueprint Series. http://www.dagliano.unimi.it/media/Third_EFIGE_Report.pdf.
- BENSTON G.–BROMWICH, M.–LITAN, R. E.–WAGENHOFERET, A. [2003]: *Following the Money: the Enron Failure and the State of Corporate Disclosure*. AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Washington, D.C.
- BLOOM, R. [2011]: Written Testimony of Ron Bloom, Former Senior Advisor to the Secretary of the Treasury Before the House Subcommittee on Regulatory Affairs, Stimulus Oversight and Government Spending “Lasting Implications of the General Motors Bailout”. United States House of Representatives, június 22. <http://goo.gl/niEmk>.
- BÖHEIM, M. H. [2011]: Competition policy: ten lessons learnt from the financial crisis. *Empirica*, Vol. 38. No. 3. 315–330. o.
- BREWER, E. III–JAGTIANI, J. [2007]: How Much Would Banks Be Willing to Pay to Become „Too-Big-to-Fail” and to Capture Other Benefits? *The Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper 07-05*. <http://www.kc.frb.org/Publicat/Reswkpap/PDF/RWP07-05.pdf>
- CASSESE, S. [1984]: The Long Life of the Financial Institutions Set up in the Thirties. *Journal of European Economic History*, Vol. 13. No. 2. Special Issue, 273–294. o.
- CIOCCA, P.–TONIOLO, G. [1984]: Industry and Finance in Italy, 1918–1940. *Journal of European Economic History*, Vol. 13. No. 2. Special Issue, 113–136. o.
- COBBS, J. [1975]: When Companies Get Too Big to Fail. *Bussines Week*, január 27.
- COMMISSION STAFF [2011]: *Commission Staff Working Paper. Impact Assessment. Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2006/43/EC on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts and a Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on specific requirements regarding statutory audit of public-interest entities*. Brüsszel, 30.11.2011, SEC(2011) 1384 final. http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/reform/impact_assesment_en.pdf.

- COMMITTEE ON BANKING... [2009]: Regulation and Resolving Institutions Considered “Too Big to Fail”. Hearing before the Committee on Banking, Housing, And Urban Affairs. United States Senate, május 6. <http://goo.gl/casY0>.
- CUDAHY, R. D.–HENDERSON, W. D. [2005]: From Insull to Enron: Corporate (Re)Regulation After the Rise and Fall of Two Energy Icons. *Energy Law Journal*, Vol. 26. No. 1. 35–110. o.
- CUNNINGHAM, L. A. [2006]: Too Big to Fail: Moral Hazard in Auditing and the Need to Restructure the Industry Before it Unravels. *Columbia Law Review*, Vol. 106. Boston College Law School Research Paper, No. 108. <http://ssrn.com/abstract=928482>.
- DODD–FRANK... [2010]: Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law 111–203–July 21. 124 Stat. 1376. <http://goo.gl/Lawh>.
- DOJ [2005]: KPMG to Pay \$456 Million for Criminal Violations in Relation to Largest-Ever Tax Shelter Fraud Case. Department of Justice, Press release, augusztus 29. http://www.justice.gov/opa/pr/2005/August/05_ag_433.html.
- DYCK, A.–MORSE, A.–ZINGALES, L. [2010]: Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? *Journal of Finance*, Vol. 65. No. 6. 2213–2253. o.
- EB [2011]: A Bizottság jobb minőségű hitelminősítéseket szeretne látni. Európai Bizottság – Sajtóközlemény, IP/11/1355. <http://goo.gl/JZQjS>.
- EC [2011a]: Javaslat az Európai Parlament és a Tanács irányelve az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló 2009/65/EK irányelvnek és az alternatív befektetésialap-kezelőkről szóló 2011/61/EU irányelvnek a hitelminősítések túlzott figyelembevételre tekintetében történő módosításáról. COM(2011) 746 végleges, Brüsszel, 2011. november 15. <http://goo.gl/Tmezi>.
- EC [2011b]: Javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelet módosításáról. COM(2011) 747 végleges, Brüsszel, 2011. november 15. <http://goo.gl/kYLWK>.
- EC [2011c]: Javaslat az Európai Parlament és a Tanács irányelve az éves és összevont (konszolidált) éves beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatáról szóló 2006/43/EK irányelv módosításáról. COM(2011) 778 végleges. http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/reform/directive_hu.pdf.
- EC [2011d]: Javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a közérdeklődésre számot tartó jogalanyok jog szerinti könyvvizsgálatára vonatkozó egyedi követelményekről. Brüsszel, 2011. november 30. COM(2011) 779 végleges. http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/reform/regulation_hu.pdf.
- EC [2011e]: Reforming the Audit Market – Frequently Asked Questions. Brüsszel, november 30. 2011. MEMO/11/856. <http://goo.gl/G73wr>.
- EDWARDS, F. R. [2004]: U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed? Megjelent: *Borio, C.–Hunter, W. C.–Kaufman, G. G.–Tsatsaronis, K.* (szerk.): *Market Discipline Across Countries and Industries*. MIT Press, 237–255. o.
- EPT [2006]: Az Európai Parlament és a Tanács 2006/43/EK irányelve (2006. május 17.) az éves és összevont (konszolidált) éves beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatáról, a 78/660/EGK és a 83/349/EGK tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 84/253/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről (EGT vonatkozású szöveg) (HL L 157., június 9. 87. o.) <http://goo.gl/kuLWa>.

- EPT [2009]: Az Európai Parlament és a Tanács 1060/2009/EK rendelete a hitelminősítő intézetekről. HL L 302. november 17. <http://goo.gl/501vW>.
- EPT [2011]: Az Európai Parlament és a Tanács 513/2011/EK rendelete az 1060/2009/EK rendelet módosításáról. HL L 145/30. május 31. <http://goo.gl/0ffqU>.
- FALCK, O.–GOLLIER, CH.–WOESSMANN, L. (szerk.) [2011]: *Industrial Policy for National Champions*. CESifo seminar series, MIT Press.
- FINGLETON, J. [2009]: Miért van szükség versenypolitikára nehéz gazdasági helyzetekben? Gazdasági Versenyhivatal Versenykultúra Központ, Budapest, <http://www.gvh.hu/domain2/files/modules/module25/123138E0BC161ED38.pdf>.
- FOGEL, K.–MORCK, R.–YEUNG, B. [2008]: Big Business Stability and Economic Growth. Is What's Good for General Motors Good for America? *Journal of Financial Economics*, Vol. 89. No. 1. 83–108. o.
- FT [2010]: KPMG and PwC Eye Rating Move. *Financial Times*, május 16. <http://goo.gl/RCS30>.
- GAO [2003]: *Public Accounting Firms. Mandated Study on Consolidation and Competition*. United States General Accounting Office Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services. GAO-03-864. <http://www.gao.gov/new.items/d03864.pdf>.
- GAO [2011]: *TARP Treasury's Exit from GM and Chrysler Highlights Competing Goals, and Results of Support to Auto Communities Are Unclear*. United States Government Accountability Office Report to Congressional Committees. GAO-11-471. <http://www.gao.gov/new.items/d11471.pdf>.
- Gow, D. [2009]: EU Threatens Legal Action over American Car Industry Bail-Out. <http://www.guardian.co.uk/business/2009/feb/03/car-bailout-eu>.
- GUP, B. E. (szerk.) [2004]: *Too Big to Fail: Policies and Practices in Government Bailouts*. Praeger, Westport, Conn.
- HEALY, P. M.–PALEPU, K. G. [2003]: The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17. No. 2. 3–26. o.
- HOUSE OF LORDS [2011]: *Auditors: Market concentration and their role*. Vol. I. Report. Select Committee on Economic Affairs, 2nd Report of Session 2010–11, HL Paper 119–I, <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201011/ldselect/ldeconaf/119/119.pdf>.
- Hu, S. [2011]: Convergence of Audit and Credit Rating Practices: Going Concern Ratings. *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 8. 4. 323–338. o.
- IKENSON, D. J. [2011]: Statement of Daniel J. Ikenson Associate Director, Herbert A. Stiefel Center for Trade Policy Studies, Cato Institute, Washington, DC before the Subcommittee on Regulatory Affairs, Stimulus Oversight and Government Spending Committee on Oversight and Government Reform „Lasting Implications of the General Motors Bailout” United States House of Representatives, június 22. <http://goo.gl/LLm1f>.
- JENNY, F. [2009]: Gazdasági és pénzügyi válság, szabályozás és verseny. *Külgazdaság*, 53. évf. 9–10. sz. 29–46. o. http://www.kopintalapitvany.hu/summary/2009/cikkek_910/Fred-eric_Jenny.pdf.
- INOTAI G. ANDRÁS [2009]: A versenypolitika mint a pénzügyi és gazdasági válság kezelésének egyik eszköze az Európai Unióban. *Külgazdaság*, 53. évf. 7–8. sz. 23–38. o. http://www.kopintalapitvany.hu/summary/2009/cikkek_78/Inotai.pdf.
- KINDLEBERGER, Ch. P. [1973]: *The World in Depression 1929–1939*. University of California Press, Berkeley.

- KINDLEBERGER, CH. P. [1984]: Banking and Industry between the Two Wars. An International Comparison. *Journal of European Economic History*, Vol. 13. No. 2. Special Issue, 7–26. o.
- KUNEY, G. W.–JAMES, M. ST. [2009]: A Proposal for Chapter 10: Reorganization for “Too Big to Fail” Companies. *American Bankruptcy Institute Journal*, Vol. 27. No. 2.
- LAEVEN, L.–VALENCIA, F. [2008]: Systemic Banking Crises: A New Database. IMF Working Paper, WP/08/224. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>.
- LEE, C. [2005]: Legal Traditions and Competition Policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 45. No. 2–3. 236–257. o.
- LEWIS, W. W. [2008]: A termélekenység ereje: Gazdagság, szegénység és a globális stabilitás fenyegetettség. *Gazdasági Versenyhivatal Versenykultúra Központ*, Budapest.
- LOWE, P. [2009]: Competition Policy and the Global Economic Crisis. *Competition Policy International*, Vol. 5. No. 2. 3–24. o.
- LYONS, B. [2009a]: Introduction: the Transformation of Competition Policy in Europe. Megjelent: *Lyons, B. (szerk.): Cases in European Competition Policy: The Economic Analysis*. Cambridge University Press, Cambridge, 1–26. o.
- LYONS, B. [2009b]: Competition Policy, Bailouts and the Economic Crisis. *Competition Policy International*, Vol. 5. No. 2. 25–48. o.
- MADARÁSZ ALADÁR [2011]: Buborékok és legendák. Válságok és válságmagyarázatok – II/1–2. rész. A Déltengeri Társaság. *Közgazdasági Szemle*, 58. évf., 11. sz. 909–948. o., 12. sz. 1001–1028. o. http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/475/1/Kszemle_CIKK_1275.pdf, <http://www.penzugykutato.hu/files/Madar%C3%A1sz%202020.pdf>.
- MARKHAM, J. W. Jr. [2011]: Lessons for Competition Law from the Economic Crisis: The Prospect for Antitrust Responses to the “Too-Big-To-Fail” Phenomenon. University of San Francisco, Law Research Paper, No. 2011-15. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1634839.
- MISHKIN, F. S. [2005]: How Big a Problem is Too Big to Fail? NBER Working Paper, No. 11814. <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/nberwp.w11814.pdf>.
- MOOSA, I. A. [2010]: *The Myth of Too Big to Fail*. Palgrave Macmillan, New York.
- MORGAN D. P.–STIROH, K. J. [2005]: Too Big to Fail after All These Years. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 220. http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr220.pdf.
- NORTH, D. C.–WEINGAST, B. R. [1989]: Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-Century England. *Journal of Economic History*, Vol. 49. No. 4. 803–832. o.
- OECD [2009]: The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies. <http://www.oecd.org/dataoecd/55/47/43091457.pdf>.
- OECD [2010]: Competition and Credit Rating Agencies. DAF/COMP(2010)29. <http://www.oecd.org/dataoecd/28/51/46825342.pdf>.
- OFT [2007]: Productivity and Competition: An OFT Perspective on the Productivity Debate. http://www.of.gov.uk/shared_of/economic_research/of887.pdf.
- OFT [2009]: Government in Markets. Why Competition Matters – A Guide for Policy Makers. http://www.of.gov.uk/shared_of/business_leaflets/general/OFT1113.pdf.
- OFT [2011]: Statutory audit. Market investigation reference to the Competition Commission of the Supply of Statutory Audit Services to Large Companies in the UK. OFT1357MIR. http://www.of.gov.uk/shared_of/markets-work/of1357MIR.

- OXERA [2006]: Competition and Choice in the UK Audit Market. Prepared for Department of Trade and Industry and Financial Reporting Council, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.bis.gov.uk/files/file28529.pdf>.
- OXERA [2007]: Ownership Rules of Audit Firms and their Consequences for Audit Market Concentration. Prepared for DG Internal Market and Services. http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/market/oxera_report_en.pdf.
- OXERA [2009]: Should Aid Be Granted to Firms in Difficulty? A Study on Counterfactual Scenarios to Restructuring State Aid. Prepared for the European Commission. http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/restructuring_aid_study.pdf.
- PCAOB [2010]: Report on Observations of PCAOB Inspectors Related to Audit Risk Areas Affected by the Economic Crisis. PCAOB Release No. 2010-006. szeptember 29. http://pcaobus.org/Inspections/Documents/4010_Report_Economic_Crisis.pdf.
- PCAOB [2011a]: Report on 2010 Inspection of Deloitte & Touche LLP (Headquartered in New York, New York). Public Company Accounting Oversight Board, december 7. http://pcaobus.org/Inspections/Reports/Documents/2011_Deloitte.pdf.
- PCAOB [2011b]: Report on 2010 Inspection of Ernst & Young LLP (Headquartered in New York, New York). Public Company Accounting Oversight Board, november 30. http://pcaobus.org/Inspections/Reports/Documents/2011_Ernst_Young_LLP_US.pdf.
- PCAOB [2011c]: Report on 2010 Inspection of KPMG LLP (Headquartered in New York, New York). Public Company Accounting Oversight Board, november 8. http://pcaobus.org/Inspections/Reports/Documents/2011_KPMG_LLP_US.pdf.
- PCAOB [2011d]: Report on 2010 Inspection of PricewaterhouseCoopers LLP (Headquartered in New York, New York). Public Company Accounting Oversight Board, november 8. http://pcaobus.org/Inspections/Reports/Documents/2011_PricewaterhouseCoopers_LLP.pdf.
- PEARL, F. H. [2008]: Too Big To Fail, Too Big To Bail: A Plan to Save the U.S. Auto Industry. The Brookings Institution, http://www.brookings.edu/papers/2008/1205_automakers_pearl.aspx.
- PÉNZÜGYKUTATÓ [2008]: Nemzeti bajnokok teremtése Magyarországon. A verseny és a versenyképesség kapcsolata – összehasonlító vállalati esettanulmányok. A GVH VKK/5/2006 támogatási szerződés záró tanulmánya. Pénzügykutató Rt., Budapest, <http://www.gvh.hu/domain2/files/modules/module25/42356A141E85B403.pdf>.
- PETIT, N.–NEYRINCK, N. [2011]: Credit Rating Agencies and Competition Law. Competition Policy International, Antitrust Chronicle, Vol. 8. augusztus 30.
- POWELL, M.–CZAPRACKA, K. [2011]: Recent EU Antitrust Investigations into Financial Services – What Is the Scope for Antitrust Intervention? Competition Policy International Antitrust Chronical, július.
- REGAN, M. C. JR. [2005]: Teaching Enron. Fordham Law Review, Vol. 74. No. 3. 1139–1249. o. <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4124&context=flr>.
- REYNOLDS, M.–MACRORY, S.–CHOWDHURY, M. [2011]: EU Competition Policy in the Financial Crisis: Extraordinary Measures. Fordham International Law Journal, Vol. 33. No. 6. 1670–1737. o. <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2218&context=ilj>
- ROE, M. J. [2004]: The Inevitable Instability of American Corporate Governance. Harvard Law and Economics Discussion Paper, No. 493. <http://ssrn.com/abstract=615561>.

- ROMANO, R. [2004]: The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. Yale Law School, Center for Law, Economics and Public Policy, Research Paper, No. 297. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=596101.
- SCHWARTZ, N. D. [2008]: A British Lesson on Auto Bailouts. The New York Times, november 18. <http://www.nytimes.com/2008/11/18/business/economy/18car.html?pagewanted=all>.
- SEC [2011]: 2011 Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization. <http://goo.gl/j3Oh6>.
- SHAPIRO, C. [2009]: Competition Policy in Distressed Industries. Department of Justice, <http://www.justice.gov/atr/public/speeches/245857.pdf>.
- STERN, G. H.–FELDMAN, R. J. [2004]: Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts. The Brookings Institution.
- STOLTENBERG, C.–LACEY, K. A.–CRUTCHFIELD, G. B.–CUTHBERT, M. [2005]: A Comparative Analysis of Post-Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404. The American Journal of Comparative Law, Vol. 53. No. 2. 457–491. o.
- TRACKING... [2011]: Tracking the \$700 Billion Bailout. The New York Times, July 24. http://www.nytimes.com/packages/html/national/200904_CREDITCRISIS/recipients.html.
- VICKERS, J. [1995]: Concepts of Competition. Oxford Economic Papers, Vol. 47. No. 1. 1–23. o.
- VICKERS, J. [2008]: The Financial Crisis and Competition Policy: Some Economics. GCP The Online Magazine for Global Competition Policy, 1. sz. december. http://www.ucl.ac.uk/laws/jevons/docs/Vickers_Dec_08.pdf.
- WILMARTH, A. E. JR. [2006]: Conflicts of Interest and Corporate Governance Failures at Universal Banks During the Stock Market Boom of the 1990s: The Cases of Enron and Worldcom. The George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper, No. 234. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952486.
- WOOD, P. H. [2002]: Prepared Witness Testimony of the Chairman, Federal Energy Regulatory Commission. Effect of the Bankruptcy of Enron on the Functioning of Energy Markets. Subcommittee on Energy and Air Quality, The House Committee on Energy and Commerce, <http://energycommerce.house.gov/107/hearings/02132002Hearing487/Wood815.htm>.
- ZHANG, I. X. [2005]: Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Related Publications 05-07. <http://regulation2point0.org/wp-content/uploads/downloads/2010/04/phpEG.pdf>.
- Zöld Könyv [2010]: Zöld Könyv. Könyvvizsgálati politika: a válság tanulságai. Brüsszel, október 13. COM(2010) 561 végleges. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_hu.pdf.