



Pázmány Law Working Papers
2018/17

Szalai Ákos
**A gazdasági szervezetek jogáról és
közgazdaságtanáról**

Pázmány Péter Katolikus Egyetem
Pázmány Péter Catholic University Budapest
<http://www.plwp.jak.ppke.hu/>

A GAZDASÁGI SZERVEZETEK JOGÁRÓL ÉS KÖZGAZDASÁGTANÁRÓL

Szalai Ákos

Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Kar

Budapesti Corvinus Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

szalai.akos@jak.ppke.hu

A gazdasági társaságok, a vállalatok napjaink jogi, közgazdaságtani, politikai vitáinak központi szereplői. A közgazdászok, a társadalomtudósok és a jogászok az intézmény más-más aspektusait emelik ki. Arra vállalkozik ez az írás, hogy néhány nagyobb csomópont köré rendezve áttekinti a jog, a közgazdaságtan társaság-, illetve vállalat-fogalmát, a probléma kapcsán felmerülő fontosabb kérdéseket, az ahhoz kapcsolódó joggazdaságtani irodalmat. Ilyen fontosabb csomópont

- a vállalatok hierarchiaként történő felfogása, és annak közgazdaságtani és jogi kritikája – különös tekintettel a hierarchiát megtestesítő munkaviszony joggazdaságtani elemzésére;
- a vállalatok finanszírozási döntései – különös tekintettel a hitel- és a tőkebevonás közötti választásra, amennyiben a tag, a befektető a vállalati döntésekre gyakorolt befolyása roppant gyenge, mint azt az ún. ügynökprobléma-modellek állítják;
- a befektetőket-tagokat (a „tulajdonosokat”) és a vállalatot, illetve annak menedzsmentjét szétválasztó jogintézmények (a jogi személyiség és a korlátolt felelősség) – külön kitérve a vállalatok (a vállalati menedzserek) társadalmi felelősségének szükségességéről szóló vitára;
- a menedzsmentre ösztönzést gyakorló jogintézmények – különös tekintettel a társaságirányítás, a menedzsment felelősségének, a tőkepiaci kontroll és a csődjog hatásaira.

Az írás bevallott másodlagos célja, hogy az elemzést azon joggazdaságtani fogalmak segítségével végezze el, amelyek a társasági jogi, munkajogi, csődjogi kérdéseken kívül is jól alkalmazhatók.

1. A közgazdaságtan alapfogalmai	5
1.1. Pozitív, leíró elemzés	5
1.2. Normatív elemzés	14
1.3. Összefoglalás helyett: fundamentális értékelés.....	16
Irodalomjegyzék	17
2. A vállalat közgazdaságtana: szerződési kudarcok és hierarchia-modell	18
2.1. A gazdasági tevékenység jogi környezete: gazdálkodás vállalatok nélkül	19
2.2. A hierarchia-modell alapjai: szerződések kudarcai, munkaviszony.....	20
2.3. A csoportos termelés problémája	28
2.4. A vállalkozó (a tulajdonos) személye: a befektetői és szerződéses modell	29
2.5. Ki lesz a felettes, kié az ellenőrzés joga?	31
2.6. Vállalat vagy társaság – jog vagy közgazdaságtan	33
2.7. Összefoglalás, tanulságok.....	34
Irodalomjegyzék	35
Fogalmak	36
3. A hierarchia modell kritikája, alternatív magyarázatok	38
3.1. A szerződések hálózata modell.....	38
3.2. Egyéb irányítási formák: a szerződésen és a hierarchián kívüli alternatívák.....	39
3.3. A vállalat elmosódó határai, jogi dilemmák	47
3.4. Összefoglalás, tanulságok.....	48
Irodalomjegyzék	49
Fogalmak	50
Függelék: Nem joggazdaságtani magyarázatok	50
4. A hierarchia közgazdaságtana – a munkaviszony példája.....	55
4.1. A kógens szabályok pozitív joggazdaságtana.....	56
4.2. A normatív joggazdaságtani elemzés alapjai: mások védelme.....	59
4.3. A normatív joggazdaságtani elemzés alapjai: a szerződő fél védelme.....	59
4.4. Normatív elemzés: az elriasztás alternatív eszközei.....	63
4.5. A morális kockázat kezelése – ösztönző szerződések, bérrendszer	65
4.6. Összefoglalás, tanulságok.....	71
Irodalomjegyzék	71
Fogalmak	73
Függelék: Korlátozott racionalitásra utaló tipikus döntési formák.....	74

5. A társaságok finanszírozási döntései	76
5.1. A számvitel alapfogalmai	77
5.2. Finanszírozási lehetőségek	79
5.3. Klasszikus pénzügyi elmélet: semlegesség, kockázat és tőkeköltség.....	85
5.4. Az adórendszer és a piaci költségeltérés hatásai.....	86
5.5. A tőkeköltség: a kockázat jelentése, a kockázati felár	88
5.6. Jelzések: a pénzügyi döntések fontossága.....	90
5.7. Összefoglalás, tanulságok.....	92
Irodalomjegyzék	92
Fogalmak	93
Függelék: Alternatív finanszírozási formák.....	93
6. Jogi személyiség.....	99
6.1. A kötelezettség-oldali elhatárolás.....	100
6.2. A jogosultságok elhatárolása.....	106
6.3. A jogi személyiség hatása	111
6.4. Összefoglalás, tanulságok.....	112
Irodalomjegyzék	113
Fogalmak	114
7. Korlátolt felelősség.....	115
7.1. Kártérítési felelősség.....	116
7.2. A korlátolt felelősség hatásainak elemzése	118
7.3. Igazságossági érvek – ki fizeti a költségeket?.....	122
7.4. A felelősségáttörés	126
7.5. Tőkeminimum	128
7.6. Összefoglalás, tanulságok.....	130
Irodalomjegyzék	130
Fogalmak	131
8. A vállalatirányítás alapvető problémái	132
8.1. A menedzsment hatásköre	133
8.2. A társaság, a menedzsment célja	136
8.3. A menedzsment és a befektetők közötti érdekütközést csökkentő mechanizmusok	141
8.4. Összefoglalás, tanulságok.....	145
Irodalomjegyzék	145
Fogalmak	148

9. A társaságirányítás – corporate governance	149
9.1. A kollektív cselekvés problémája	150
9.2. A taggyűlés jogai, eljárásrendje	155
9.3. A társaságok szervezete	161
9.4. Összefoglalás, tanulságok	166
Irodalomjegyzék	166
Fogalmak	168
10. A részesedések forgalomképessége, forgalmazhatósága.....	169
10.1. Az átruházás fontossága	170
10.2. A piaci működése.....	176
10.3. Nyilvánosság.....	184
10.4. Összefoglalás, tanulságok	190
Irodalomjegyzék	190
Fogalmak	193
11. A menedzsment felelőssége.....	194
11.1. A kártérítés alapmodellje	195
11.2. A vezetők felelőssége a vállalat felé.....	202
11.3. Kártérítési per	205
11.4. Összefoglalás, tanulságok	211
Irodalomjegyzék	212
Fogalmak	213
12. Csőd.....	215
12.1. A csőd jelentése	216
12.2. Téves érvek, az empiria félreértése: szűrési hatás és ösztönzés	218
12.3. A túlzott eladósodás kezelésének, az adósságrendezésnek a céljai.....	219
12.4. Szabályozási kérdések	223
12.5. Csődhelyzet	228
12.6. Összefoglalás, tanulságok	229
Irodalomjegyzék	230
Fogalmak	231

1. A KÖZGAZDASÁGTAN ALAPFOGALMAI

Mielőtt hozzáfognánk a gazdasági társaságok működését meghatározó jogintézmények részletes közgazdaságtani elemzéséhez érdemes először áttekinteni, hogy mit is jelent ez a közgazdaságtani elemzés: mik azok az előfeltevések, amelyek a közgazdász gondolkodásmódját mindig meghatározzák. Ezeket az előfeltevéseket (ha tetszik: axiómákat) ebben a kötetben is végig alkalmazni fogom.

Első lépésként fel kell hívni a figyelmet, hogy a közgazdaságtanon belül keverednek a normatív és a leíró (pozitív) állítások. A *pozitív közgazdaságtan* (majdnem) mindig arra keresi a választ, hogy egyes változások (például egy új jogszabály bevezetése) várhatóan hogyan hat majd a racionális emberek döntéseire, mire ösztönzi ez őket. A *normatív közgazdaságtan* ezzel szemben elvárásokat fogalmaz meg és azok alapján értékeli a jogszabályokat, jogintézményeket, azok változásait.¹ A normatív közgazdaságtan mindig a hatékonyságra – egész pontosan a nemsokára definiálandó allokációs, vagy Pareto-hatékonyságra – összpontosít.

Mielőtt hozzáfognánk, mindenképpen fel kell hívni a figyelmet arra, hogy ez itt egy nagyon rövid bevezetés lesz csak. A témát az itteninél lényegesen hosszabban és lényegesen magasabb színvonalon mutatja be több magyarul is elérhető könyv, könyvfejezet. A közgazdaságtan alapfogalmait, logikáját a legjobban talán Paul Heyne, Peter Boettke és David Prychitko könyvéből (Heyne et al [2004]) ismerhetjük meg. A jogászok számára tömör bevezető fejezetet találunk Robert Cooter és Thomas Ulen (Cooter – Ulen [2005], illetve David B. Johnson (Johnson [1999]) kötetében.

1.1. POZITÍV, LEÍRÓ ELEMZÉS

A pozitív joggazdaságtan mindig az ösztönző hatásokat keresi. Kiindulópontként azt, hogy a racionális emberek döntéseit mennyire befolyásolja egy-egy jogszabály léte. Nem állítja, hogy mindig minden ember racionális mérlegelés alapján hozza meg a döntéseit, de azt igen, hogy célszerű ebből a racionalitás-feltevésből kiindulni, mert ha ezt megértjük, akkor az ún. korlátozottan racionálisakat is könnyen be tudjuk illeszteni a modellbe. Sokkal nehezebb utat kellene bejárni akkor, ha a racionalitáshiányt akarnánk először modellezni, majd ehhez képest definiálni az eltéréseket azokra az esetekre, amikor valaki mégis racionális.

Modell és valóság. Mielőtt hozzáfogunk, ki kell emelni, hogy ezek a modellek – mivel modellek – célja nem az, hogy minden ember minden döntését pontosan előre jelezzék. Látjuk majd: ezek a döntések sok, a közgazdaságtan által nem elemzett tényezőtől függenek. Ez a modell csak annyiban jelzi előre a racionális ember magatartását, hogy megadja: egy adott külső körülmény megváltozása *mire ösztönzi őket*. Ösztönző alatt értve azt, hogy az új körülmények között „inkább csinálnának valamit”, „nagyobb kedvvel csinálnának valamit”, „többen csinálnának valamit”, amit a korábbi körülmények között nem. Mindezt – más modellekhez hasonlóan –

¹ A pozitív-normatív megközelítés közötti választás a társadalomtudományok sajátja, a természettudományokban általában nem vetődnek fel olyan kérdések, mint például, hogy helyes-e, hogy az alma a fáról a föld felé esik? Jó-e, hogy a réz vezeti az elektromos áramot?

ceteris paribus teszi, vagyis azt vizsgálja, hogy mi történne, hogyan változna az ösztönző, ha csak egyetlen körülmény változna, és minden más változatlan maradna.

Tegyük fel, hogy egy autó ára 10 millió forintról 9 millió forintra csökkent. A racionalitásra épülő modell azt mondja, hogy emiatt lecsökken az adott autó költsége. Ez pedig vásárlásra ösztönöz. Könnyű ezzel szemben olyan (téves) kritikát megfogalmazni, hogy az árváltozás nem is hat, mert az emberek jó része ezután sem vásárol ilyen autót (egy másik része pedig a magasabb ár mellett is vásárolt). A modell ezt el is ismeri: az, hogy ki milyen autót vesz sok más tényezőtől függ. A modell csak annyit állít, hogy az árcsökkenés jobban ösztönzi ilyen autót (és nem valamilyen más autót, járműt, vagy bármi más) vásárlását. Az emberek *inkább* fognak ilyen autót venni, *többen* fognak ilyen autót venni mint korábban.

1.1.1. Módszertani individualizmus

A közgazdaságtan emberek (racionális emberek) döntéseit akarja modellezni. Ezekből vezeti le azt is, hogy emberek csoportja miként dönt, azt is, hogy társadalomban milyen folyamatok zajlanak. Ezt nevezzük *módszertani individualizmusnak*. Döntéseket csak emberek tudnak hozni – amikor azt mondjuk, hogy egy társadalom, egy politikai közösség, vagy éppen egy vállalat így és így döntött, ezt és ezt tette, akkor ugyanígy emberek döntéseiről beszélünk. Például a későbbiekben fogjuk látni, hogy a vállalat döntéseit a menedzsment döntéseivel azonosítjuk – mind jogi, mind közgazdaságtani okok miatt.

Elképzelhető, hogy ezek az „intézményi döntések” több ember közös döntéseként születnek meg. A közgazdaságtan sem tagadja, hogy ez a döntés máshogy születik, mint egy egyéni döntés (például egy termék megvásárlásáról). Bőségesen előkerül majd ez a téma – az ún. kollektív cselekvés problémája – a továbbiakban.

És vannak olyan esetek is, amikor a társadalmi folyamatok, intézményi lépések nem közös választás, döntés eredménye, hanem egyszerűen egyéni döntések kölcsönhatásaként alakulnak ki. A legismertebb ilyen fogalom – nem közgazdászok számára is – a *láthatatlan kéz*, amit alapvetően a piaci folyamatok kapcsán szoktunk emlegetni, de átvitt értelemben minden olyan esetre alkalmazható, amikor a résztvevők saját egyéni döntéseiket hozzák meg, ezek a döntések hatnak a többiekre. Korlátozzák a többiek mozgásterét, új lehetőségeket teremtenek számukra, megváltoztatják döntéseik következményeit. Erre a többiek reagálnak, a döntéseiket ezekhez az új feltételekhez szabják – ezzel hatva a másik ember döntéseire. A folyamat végeredményeként pedig egy olyan helyzet alakul ki, amit nem egyik, vagy másik ember döntött el; lehet, hogy nem is tetszik egyiküknek sem. De a többiekre is ható döntéseik, cselekvéseik összegzéséeként ez alakul ki.

1.1.2. Értékelés, preferenciák, racionalitás

A közgazdaságtan a racionális döntések tudománya, ahogyan sok más tudományterületen (például a szociológiában) a közgazdasági eszközök alkalmazását nevezik. A pozitív közgazdaságtan azt keresi, hogy egy racionális ember (ahogyan gyakran nevezik a *homo*

oeconomicus) vélhetően hogyan reagálna különböző őt érő hatásokra – mire ösztönzik ezek őt. Az első kérdés ezért, hogy ki tekinthető racionális embernek?²

A racionalitás két fogalma ismert a közgazdaságtanban az egyik az *eszközválasztásra*, a másik a preferenciák, célok *konzisztenciájára* helyezi a hangsúlyt. De abban mindkettő egyetért, hogy a racionalitás nem terjed ki arra, hogy kit milyen *cél* vezérel.

A preferenciák értékelése nem racionalitás kérdése. Nem mondhatjuk, hogy az, ha valaki A-t jobban szereti, mint B-t, akkor ez bármit elárul az ő racionalitásáról. Ez tipikusan csak azt jelzi, hogy az illető mit szeret. Mit preferál – ahogy a közgazdaságtan nevezi. Az embernek céljai adottságok, nem lehet őket a racionalitás alapján értékelni. Más szempontok szerint lehet – és kell is. Véleményt mondhatunk etikuss, igazságos voltukról, dicsérhetjük, vagy korholhatjuk ezeket, de nem mondhatjuk, hogy egy másik preferencia racionálisabb.

Ennyiből már nyilvánvaló lehet, de azért mondjuk ki: félreértés azt állítani, hogy a közgazdaságtan racionális embere, a *homo oeconomicus* pénzahajhász, materiális ember! A *homo oeconomicus*nak bármilyen célja lehet. Lehet éppen a gazdagság, az anyagi jólét is. De lehet ő az anyagiakat lenéző aszketa, vagy éppen az erkölcsös életet, az üdvözülést, a vallási előírásokat minden más elé helyező ember is.

Az eszközválasztás racionalitása. A racionalitás tehát nem azt kérdezi, hogy ki mit preferál. Azt kérdezi, hogy mit választ – adott ízlések, adott preferenciák mellett. Ez a racionalitás átfogóbb felfogásának, az ún. *eszközválasztási* modellnek az alapkérdése. *Akkor racionális egy döntés, ha az ember olyan megoldást, olyan eszközöket választ, amelyek révén a preferenciáinak, ízlésének leginkább megfelelő végeredményt érheti el.*

Kiindulópontként szögezzük le: mindig csak olyan alternatívák érhetőek el, amelyek örömet is hoznak (mert valamely céljainkhoz közelebb visznek), de egyben bosszúságokat, fájdalmakat is okoznak. A racionális ember ezeknek az örömöknek és bosszúságoknak az összevetése alapján hozza meg a döntését. A közgazdaságtan az örömöket (sokszor félreérthető módon) *haszon*nak, a bánatokat (származzanak azok bármiből is) *költség*nek nevezi.

Jól példázza az eszközválasztás racionalitását a *kereslet törvénye*, amit az előbb is láttunk. Ha valaminek az ára csökken, akkor azt többen fogják választani – abból a keresett mennyiség nő. Az árcsökkenés ugyanis azzal jár, hogy az adott alternatíva költsége csökken, és emiatt lesznek, lehetnek olyanok, akik számára már ez a megfelelő választás – ennek a költségei épp az árcsökkenés

² Sok közgazdaságtankönyv a javak szűkösségéből indul ki. Egyszerűen nem áll rendelkezésünkre annyi erőforrás, hogy egyszerre mindenki minden szükségletét, igényét vagy vágyát ki lehessen elégíteni. A termelési lehetőségeink korlátosak. A választási kényszer ebből a szűkösségből fakad: amennyiben nem tudjuk minden igényünket kielégíteni, akkor valamilyen mechanizmust kell találni, hogy eldöntsük, kinek, mikor, milyen igénye elégülhet ki. (Ezzel egyben azt is meghatározzuk, hogy a szűkös erőforrásokból mennyit melyik jószág előállítására fogunk felhasználni. Ha egy gazdaság az adott időpillanatban minden erőforrást hatékonyan használ, akkor egy adott új igényt csak akkor elégíthetünk ki, egy jószágból csak akkor fogyaszthatunk többet, ha közben lemondunk egy másik igény kielégítéséről, csökkentjük egy másik jószág mennyiségét.)

A mostani kötetben ezt a *szűkösség-érvelést* azért számúzzuk lábjegyzetbe, mert a közgazdaságtan ezen felütése miatt gyakran alakul ki az a tévedés, hogy a közgazdaságtan feladata a szűkösség felszámolása, vagy legalábbis csökkentése – és ezzel éppen a választási kényszer enyhítése. Ez tévedés: a közgazdaságtan nem azt vizsgálja, hogy hogyan csökkenthető a szűkösség, hogyan iktatható ki a választási kényszer, hanem – mint majd a kötetben látható – tudomásul veszi a választási kényszert, és azt vizsgálja, hogy hogyan hoznak az emberek és a társadalmak hatékony és racionális döntéseket.

miatt a hasznai alá esnek. Számukra! A költség mindenki számára csökken, de sokak számára ez a költség is meghaladja a hasznokat, örömeiket. Ők ugyanúgy döntenek, mint magasabb ár mellett. De mivel lesznek, akik számára ez az alacsonyabb költség már vonzó, így összességében tehát többen választják az adott alternatívát.

Konzisztencia-felfogás. A másik racionalitás-fogalom kicsit tovább megy: azt tételezi fel az emberről, hogy a *céljai* amiket követ, *konzisztensek*. A legismertebb konzisztencia-teszt az ún. *transzitivitás vizsgálat*. Eszerint, *ha valaki jobban szereti A-t mint B-t, és jobban szereti B-t mint C-t, akkor A-t is jobban kell szeretnie, mint C-t*. Látszik, a teszt sem azt mondja meg, hogy mi legyen A, B és C, vagyis a preferenciasorrend továbbra sem racionalitás kérdése. Mindenki azt sorolja előbbre, amelyiket akarja. De az viszont már irracionális, ha a sorrend ebben az értelemben nem konzisztens, nem logikus.³

1.1.3. Racionális választás: elsüllyedt költségek és határelemzés

Az előbb csak annyit mondtunk, hogy azon alternatíva választása racionális, amelynek a költségei elmaradnak a hasznaitól. A költségek és a hasznok (valamint az alternatívák) meghatározásához két fontos, egymással összefüggő fogalmat kell kiemelni: az elsüllyedt költségek fogalmát és a határelemzés módszerét.

Elsüllyedt költségek. A gondolat könnyen megérthető: a *jövőbeli örömök, bosszúságok, hasznok költségei számítanak – a múltbeli események nem*, azokon már nem változtathatunk, azok „elsüllyedtek”. Tegyük fel, hogy egy olyan üzleti (vagy éppen baráti, szerelmi, sport, bármilyen) kapcsolat fenntartásáról, folytatásáról kell döntenet, amelyben már régóta benne vagyunk, amely érdekében már sokat tettünk, és amelytől már sokat kaptunk! Az elsüllyedt költség elve azt mondja ki, hogy a döntésünket a múlt nem befolyásolhatja: a kérdés mindig a jövőről szól. Nem racionális csak azért fenntartani a kapcsolatot, mert a „múltban mennyit kaptunk tőle, mennyit tettünk érte”. Amit össze kell vetni az az, hogy a jövőben mit kell tennünk a kapcsolat érdekében és mit várhatunk tőle.

Persze a jövőben ott a múlt hatása is! Ha egy kapcsolatba már sok mindent beleöltünk, például megismertük a másik igényeit, akkor az a kapcsolat a továbbiakban vélhetően kevesebb energiárafordítással működtethető, annak a költségei már kisebbek lesznek, mint ha egy újba vágnánk bele, amelybe még bele kellene tenni mindazt, amit a fennállóba a múltban már beletettünk. Ezen keresztül a múlt már hat a jövőre – és ezért befolyásolja a döntést.

Tegyük persze hozzá, hogy a kapcsolat fennmaradásakor elérhető hasznok – mivel minden előnyt ide kell érteni – között az is felbukkanhat, ha valaki önmagában jónak, etikusnak tekinti, hogy nem bont fel egy fennálló kapcsolatot. De itt sem az a kérdés, hogy a múltban mi történt, hanem az, hogy a jövőben ne érezze azt, hogy megsértette az erkölcsi előírásokat.

Határelemzés. Amennyiben el akarjuk dönteni, hogy mennyi legyen valaminek a mennyisége (mennyi időt töltsünk valakivel, valamiből mennyit vásároljunk vagy termeljünk, stb.), akkor a döntési kérdés az, hogy egy legyen-e egy kicsit több. Mindig a határ kifelé (vagy befelé) tolása

³ Ennek a racionalitásfogalomnak a legismertebb kifejtését az ún. Neuman- Morgenstern féle axiómák adják. Ezekért lásd Neuman – Morgenstern [1944].

a kérdés, nem az, hogy tegyünk, vagy ne. Ezen újabb, *utolsó egység költségei és hasznai számítanak* – ezek a határhasznok és határköltségek a közgazdaságtan nyelvén.

A határelemzés hasonló logikát alkalmaz, mint az elsüllyedt költségek elve. Először arról kell dönteni, hogy kevés (a legkisebb elérhető) egységre igent mondjunk-e. Ha erre igen a válasz, akkor ez eldöntött: a hasznok és a költségek elsüllyedtek. A kérdés, hogy a másodikra is igent mondjunk-e. És így tovább: a kérdés mindig az, hogy lehet-e egy kicsivel több – kijjebb tolhatjuk-e egy kicsit a határt. Mindig az újabb egység költségei és hasznai számítanak. Mondjuk a tizedik egységé – és nem az, hogy tíznek együtt nagyobb-e a haszna, mint a költsége.

Tegyünk fel, hogy kilenc egység gyártása még megéri. Ennek az összes költsége 100 és a haszna 140. A tizedik egység költsége 12 a haszna pedig 10. Így tíz előállítás 112 költséggel jár, míg a haszna 150. Ebből úgy tűnhet, hogy megéri tízet gyártani. De ez a téves logika. A határelemzés kérdése: a *tizediket* érdemes-e a kilenc mellé tenni. Ennek azonban a hasznai már elmaradnak a költségektől, ezért nemet kell rá mondani, és megállni kilencnél.

1.1.4. *Költségfogalom: alternatívaköltség, gazdasági profit*

A *homo oeconomicus* a döntéseinél mindig alternatívákat keres és közöttük választ. Ebből következik a közgazdaságtan költségfogalma: az ún. *lehetőségköltség [opportunity cost]*. Ha a profitot keressük, akkor a bevételeket ezzel kell csökkenteni – ez határozza meg a gazdasági profitot.

Lehetőségköltség. Amikor valamelyik alternatívát választjuk, akkor emiatt le kell mondanunk a másik hozamáról. A lehetőségköltség, amely a közgazdaságtan költségfogalma épp ezt emeli ki: *egy lépés költsége, mindig annak az alternatívának a hozama, amelyről amiatt mondtunk le.* Ha adott időben az egyik tevékenységet végezzük, és ezzel öröme, haszonra teszünk szert, akkor emiatt elmarad az az öröm, haszon, amit a másik tevékenység révén érhetnénk el.

Tegyünk fel, hogy van 100 forintunk, amire egy évig nincs szükségünk és három befektetési lehetőség között választhatunk, amelyek közül az egyik azt ígéri, hogy egy év múlva 110-et ad vissza, a másik 105-öt, a harmadik 102-t ígér! Ha csak a pénzben mérhető hozam érdekel bennünket, akkor nyilvánvalóan azt fogjuk választani, ami 110-et – vagy másként 10% hozamot – ígér. De, ha azt akarjuk megmondani, hogy mekkora ennek az alternatívának a költsége, akkor rossz válasz az, hogy 100. Ugyan most valóban 100-at fektetünk be, de a költség 105 – a másik választás ennyit hozna egy év alatt. Erről kell lemondanunk.

Gazdasági profit. A költség (a lehetőségköltség) és a kiadás közötti megkülönböztetés a gazdasági életben a profit számításakor válik igazán fontossá. A költség a gazdasági költség, a lehetőségköltség, míg a kiadás a pénzügyi kiadás. Ha meg akarjuk határozni, hogy egy adott választás „mennyire jó”, ha meg akarjuk határozni a nettó hasznát, akkor a lehetőségköltség fogalmából kell kiindulni: *a bevételből, hozamból a lehetőségköltséget kell levonni.* Ezt a nettó hasznat nevezzük *gazdasági haszonnak, járadéknak.*

A gazdasági haszon, a járadék olyan „extra-hozam”, amelynek nincs ösztönző hatása: ha ezt nem kapná meg az adott szereplő, ha a járadék nulla lenne, ha a bevétele, haszna ennyivel csökkenne, akkor még mindig ugyanazt csinálná, ugyanazt az alternatívát választaná. De ez csak a lehetőségköltséggel számolt járadékra igaz – a kiadással számolt „profitra” nem.

Tegyük fel például, hogy a három előző alternatíva pontosabban az, hogy A, B vagy C országban fektessen be egy vállalat. Az A ország, ahol eddig el lehetett érni a 10 százalékos hozamot, mondjuk elkezd adóztatni a befektetéseket, vagy azok hozamát. Esetleg megváltoztatja a tevékenység szabályozását, ami miatt lecsökken annak hozama. A lényeg: a hozam 6-ra csökken. A befektetés még így is jobb, mint bármi más: igaz már csak 106-ot hoz, de még mindig jobb, még mindig azt fogja választani a befektető.

Mi történik azonban, ha az adók, a szabályozó miatt a hozam 104-re csökken. Itt számviteli haszon marad, igaz, 4-re csökken. Az adott adó, vagy szabályozás hívei azt fogják mondani, hogy még mindig van haszna. A közgazdászok azonban azt fogják mondani, hogy ez tévedés: a befektetés veszteségessé vált. Igaz 100 forintra 104-et hoz – de B országban 105-öt hozna. A másik alternatíva már jobb, a befektetést el fogják vinni a másik országba (vagy az új befektetéseket ott fogják megtenni.)

Normál hozam. Problémát okozhat, hogy a más alternatívákból elérhető haszon nem mindig figyelhető meg egy külső szereplő (mondjuk a bíróság, a jogalkotó) számára. Nem tudhatja, hogy mik a releváns alternatívák, nem tudhatja, hogy adott szereplő mit érne el egy másik alternatívát választva. Ezért a közgazdaságtanban kialakult a lehetőségköltség mellett egy másik kategória is, a *normál hozam*. Ez azt próbálja becsülni, hogy hasonló helyzetben *általában milyen alternatívák és milyen hasznok* lennének elérhetőek. Tipikusan, valamiféle jól mérhető piaci hozamot, mondjuk egy bankbetét, vagy egy államkötvény hozamát vetjük össze az adott befektetés hasznával – ennek (elmaradt) hozamával növeljük a kiadásokat, ez lesz a költség.

Tegyük fel, hogy 100 befektetés tipikusan 104-et szokott hozni. Ha nem tudjuk, hogy a lehetőségköltség 105, vagyis ennek alapján nem tudjuk, hogy a gazdasági haszon 5, akkor ezzel a normál hozammal számolhatunk, és a hasznot 6-nak becsülhetjük.

1.1.5. Kockázat

Eddig úgy végeztük az elemzést, mintha pontosan ismernénk egy-egy választási lehetőség, alternatíva hatásait. Természetesen ez soha nem igaz. Az ugyanis sok előre nem ismert ún. *exogén hatástól* függ. Az ilyen nem biztosan kiszámítható következményekkel járó döntéseket kockázatos döntéseknek nevezzük. Az egyes emberek, döntéshozók között pedig aszerint tehetünk különbséget, hogy mennyire riasztja el őket ez a kockázat.

A kockázat fogalma. A kockázat egy olyan helyzet, amikor *nem tudjuk pontosan, hogy mi fog történni*, mert vannak exogén tényezők, de

1. azt *tudjuk*, hogy *mi történhet* (mik ezek az exogén tényezők) és
2. azt meg tudjuk *becsülni*, hogy az egyes lehetőségek *bekövetkezési esélye* mekkora?

A közgazdaságtani irodalom a kockázatos helyzetet két másiktól különíti el. Az egyik a biztos esemény, a másik a bizonytalanság. *Biztos esemény* esetén nincs exogén hatás, pontosan tudjuk, hogy mi lesz a végeredmény. *Bizonytalanság* esetén pedig nem tudjuk megbecsülni, hogy milyen eséllyel következnek be az egyes lehetőségek (esetleg azt sem tudjuk, hogy pontosan mi történhet).

Az 1.1. táblázatban egy-egy ilyen, kockázatos beruházásról kell dönteni. A táblázatba még egy elem bekerült: azt is tudjuk, hogy mekkora lenne a haszon a különböző esetekben, ha

megcsinálnánk a beruházást, és ha nem. A táblázat olyan leírása a kockázatos döntésnek, amelynek alapján egy döntéshozó már eldöntheti, hogy megvalósítsa-e a beruházást. Ránézve a táblázatra, látszik: a beruházás lényegesen nagyobb hasznot ígér jó időszak esetén, kisebbet átlagos vagy rossz idő esetén.

1.1. táblázat: Egy kockázatos beruházási döntés sémája

	Jó időszak	Átlagos időszak	Rossz időszak
esélye	30%	40%	30%
(A)			
Nyereség, ha			
van beruházás	10	4	-2
nincs beruházás	7	5	-1
(B)			
Nyereség, ha			
van beruházás	10	4	-2
nincs beruházás	7	5,5	-1

Döntés kockázatos helyzetben, a kockázathoz való viszony. Hogyan döntsünk egy ilyen kockázatos helyzetben? Például az 1.1. táblázatban leírt szituációban vágjunk-e bele a beruházásba? A döntés attól függ, hogy kinek milyen a kockázattal kapcsolatos preferenciája – mennyire fél tőle. A kockázathoz való viszony alapján a közgazdaságtan elkülönít kockázatkereső, kockázatsemleges és kockázatkerülő döntéshozókat.

Kezdjük az elemzést a *kockázatsemleges* döntéshozóval! Ő *definíció szerint* a *várható értéket* figyeli: azt a döntést hozza, amelynél a várható haszon nagyobb. Ez nem más, mint az egyes esetekben elérhető hasznok valószínűséggel súlyozott átlaga. A várható érték képlete:

$$EV = p_1V_1 + p_2V_2 + \dots + p_nV_n,$$

ahol EV : a várható érték, p : az adott esemény valószínűsége, V : az adott esemény bekövetkezte esetén fellépő haszon, vagy költség.

Az 1.1. táblázat A részében a kockázatsemleges döntéshozó a beruházást választja. Mert ennek várható értéke nagyobb, mint amit beruházás nélkül érhetne el. Beruházással a várható érték (mivel 10 haszon 30% eséllyel, 4 haszon 40% eséllyel, 2 veszteség pedig 30% eséllyel következik be) $4 (= 10 \times 0,3 + 4 \times 0,4 - 2 \times 0,3)$, míg a beruházás hiánya esetén a várható érték csak $3,8 (7 \times 0,3 + 5 \times 0,4 - 1 \times 0,3 = 3,8)$. A B részben viszont nem tudna választani, mert mind beruházás mellett, mind anélkül 4.

Kockázatkerülő és a kockázatkereső döntéshozókat nem csak a várható érték érdekli (akkor kockázatsemlegesek lennének), hanem az is, hogy az adott várható érték hogyan áll elő. A lehetőségek „változékonyságára”, „sokszínűségére” is figyelnek. A kockázatkerülő ezt a változékonyságot nem szereti, a kockázatkeresőt épp ez vonzza. Ezen változékonyság mérésére az ún. variancia, vagy az ún. szórás statisztikai mutatóit használjuk. A *variancia* a várható értéktől vett várható eltérés négyzete. Képlete:

$$\text{Var} = p_1 (V_1 - EV)^2 + p_2(V_2 - EV)^2 + \dots + p_n(V_n - EV)^2,$$

A szórás a variancia négyzetgyöke.

Az 1.1 táblázat A részében a beruházás megvalósítása esetén a variancia 21,5. ($0,3 \times 6^2 + 0,4 \times 0 + 0,3 \times 6^2 = 21,5$), míg beruházás nélkül 10,56 ($0,3 \times 3,2^2 + 0,4 \times 1,2^2 + 0,3 \times 4,8^2 = 10,56$). A B részben beruházás esetén a variancia 21,6, míg beruházás nélkül 11,1 ($0,3 \times 6^2 + 0,4 \times 1,5^2 + 0,3 \times 5^2 = 11,1$)

A kockázatkerülő döntéshozó számára a nagyobb variancia (és a szórás) riasztó, a kockázatkereső számára vonzó. Ugyanakkor az mindenkire igaz, hogy a nagyobb várható hozamot vonzóknak találja.

A kockázatkerülő döntéshozó az 1.1 tábla B részében a beruházás ellen, egy kockázatkereső a beruházás mellett döntene.

Az 1.1 táblázat A részében a várható érték és a variancia is eltér.

A kockázatkerülő számára a beruházás megvalósítása egyik oldalról azért vonzó, mert emeli a várható értéket, viszont ezzel párhuzamosan a variancia is nő – ami viszont riasztja. Esetében az a döntő, hogy a nagyobb várható érték kompenzálja-e a nagyobb varianciáért.

A kockázatkereső döntéshozó számára a beruházás a nagyobb várható haszon és a nagyobb variancia miatt is vonzó.

Utólagos bölcsesség hibája. A kockázathoz való racionális viszony itteni leírását érdemes szembe állítani egy gyakori értékelési hibával, ami utólagos bölcsesség hibájaként ismert. Amikor valaki döntést hoz, kockázatos helyzetben dönt. Racionális ember annak alapján, amit itt láttunk. Miután kiderült, hogy milyenek lettek az exogén körülmények, persze lehet, hogy ez „rossz döntésnek” tűnik: adott körülmények között a másik választás jobb eredményt hozott volna. Ez az utólagos bölcsesség: ha tudtuk volna, hogy ez lesz, akkor azt kellett volna választani. De nem tudtuk – kockázatos helyzetben kellett döntést hozni. Az, hogy valaki veszít egy adott döntésen nem mond semmit arról, hogy az racionális döntés volt-e.

Az utólagos bölcsesség hibája jelenik meg akkor, amikor valaki utólag megbánja, hogy egy meccsen a később vesztes csapatra fogadott. Az utólagos bölcsesség hibája az, ha valaki megbánja, hogy belevágott egy később veszteségesnek bizonyuló üzletbe.

Az 1.1. tábla A részében a (várható érték alapján döntő) kockázatsemleges döntéshozó racionális választása a beruházás. Persze, ha kiderül, hogy rossz időszak volt, akkor ezt megbánhatja, mert a beruházás nélkül kevesebbet veszített volna. Ez a megbánás az utólagos bölcsesség.

1.1.6. Diszkontálás

További bonyodalmat okoz, ha az egyes választási lehetőségek hasznai és költségei nem ma, hanem valamikor a jövőben jelentkeznek. A mai és a holnapi ugyanakkora hasznot vagy költséget az emberek (tipikusan) nem ugyanúgy ítélik meg. Tipikusan jobban szeretik, ha már ma megkapják ugyanazt a hasznot. Jobb egy mai veréb egy holnapi túzoknál – tartja a mondás. Az embereknek pozitív az időpreferenciája - mondja a közgazdász. Ezen időpreferencia is preferencia – vagyis nem mondhatjuk, hogy van racionális szintje. Viszont ezen preferenciát is lefordíthatjuk a racionális döntések nyelvére, ugyanúgy, ahogyan az előbb a kockázattal kapcsolatos preferenciáknál tettük.

Időpreferencia. Az emberek akkor hajlandóak lemondani ma egy meghatározott haszonról, ha nagyobb hasznot kapnak a jövőben. Mindez egy természetes emberi tulajdonság közgazdasági

megfogalmazása: a tőlünk (akár térben, akár időben) távolabbi jelenségeknek kisebb súlyt adunk, mint az itt és most történeteknek.

Miképpen hasonlítsuk össze a nem ugyanakkor jelentkező örömeket és bosszúságokat, hasznokat és költségeket? Hajlandóak lennénk-e egymillió forintot befektetni ma úgy, hogy tudjuk, hogy a befektetés az elkövetkező tíz évben évi százezer forintot hoz majd, tíz év múlva viszont leáll? A válasz itt egyértelmű: *ha az emberek időpreferenciája pozitív, akkor többet akarnak visszakapni a jövőben* – és ha nem kapnak, akkor inkább elköltik most az egymillió forintot másra, nem tíz év alatt százezrenként.

Mi történik azonban, ha a beruházás nem tíz évig, hanem tizenötig hoz évi százezer forintot? – Ez már az időpreferencia erősségétől függ.

Az időpreferencia egyszerűen arra a kérdésre keresi a választ, hogy *mi az a minimális összeg, amit adott összeg mostani átadásáért cserébe elvárunk egy év múlva?* (Ha ennél kevesebbet ígér a kölcsönt kérő, akkor nem adjuk neki oda ezt a pénzt.) És megfordítva: ha valaki azt mondja nekünk, hogy van egy beruházás (vállalat), ami adott összeget (mondjuk osztalékot) hoz egy év múlva, mi a maximális összeg, amit kifizetnénk ezért? (Maximálisan ennyit fizetnénk – ez azt jelenti, hogy ha ennél többet kér, nem szállunk be – de ennyiért, vagy ez alatti összegért mindig.) Az időpreferencia a „kamat”, amennyivel többet kérünk. Az időpreferencia mutatja azt, hogy kinek mennyire fontos a ma, a jövőhöz képest. Aki nagy kamatot, hozamot vár el, annak magas az időpreferenciája – aki kisebbit, annak gyengébb.⁴

Egy olyan beruházásért, ami egy év múlva egymilliót hoz, nyilvánvalóan nem leszünk hajlandóak egymilliót fizetni, csak kevesebbet. Van, aki azt mondja, hogy ha 600.000 forintnál többre kerül, akkor őt nem érdekli; van, aki 950.000 forintot is hajlandó adni, ha garantálnak neki egy év múlva egymilliót. Az, hogy ki meddig hajlandó elmenni, mekkora a „kamat”, amit vár – ez az ő időpreferenciája.

Jelenértékszámítás. Az időpreferencia meghatározza tehát az elvárt hozamot, kamatot. Ezen preferencia alapján fognak az emberek döntést hozni. Ha racionális döntést hoz valaki, akkor a különböző időpontban jelentkező hasznokat, költségeket az ún. *jelenértékszámítás*, vagy *diszkontálás* alapján veti össze. Ez ad választ arra, hogy adott időpreferencia mellett mi az a minimális összeg, amit a jövőben egy mai költségért cserébe elvárunk, illetve, hogy mi az a maximális költség, amit bevállalunk egy későbbi hozam érdekében. Bármilyen *jövőbeli haszonnal, vagy költséggel* (nem csak az egy év múlva jelentkezővel, a nem is egyszer, hanem több éven át folyamatosan jelentkezővel) szemben tud állítani ilyen „*mai*” összeget. Ezt a mai összeget nevezzük (diszkontált) jelenértéknek. A számítási módot pedig diszkontálásnak.

A t év múlva felmerülő haszon vagy költség *jelenértéke*:

$$PV = V_t / (1+r)^t$$

ahol PV : a jelenlegi pénzben mért érték, V_t : a t év múlva felmerülő költség, vagy haszon pénzben kifejezett nagysága, t : az évek száma, r : a diszkonttényező.

Ha egy t év (mondjuk hat év) múlva felmerülő V_t érték (mondjuk egymillió forint) jelenértékét akarjuk kiszámolni, akkor egy nyitott kérdés van: az r , a diszkonttényező, a kamatláb. Minél

⁴ Nem véletlenül használtam a kamat kifejezést: a kamat a gazdaságban épp azért jön létre, mert az embereknek pozitív az időpreferenciája, többet várnak vissza a jövőben.

nagyobb ugyanis ez, annál kisebb lesz a jelenérték. És a diszkontráta nagysága annál erősebben befolyásolja a jelenértéket, minél nagyobb t , vagyis minél távolabbi jövőben esedékes a költség vagy a haszon.

Egy 5%-os diszkontrátával rendelkező ember körülbelül 95,2 ezer forintot, a 8%-ossal rendelkező ember körülbelül 92,6 ezer forintot lenne hajlandó fizetni azért, hogy egy év múlva 100 ezer forintot kapjon. A második évi 100.000 forint jelenértékében már nagyobb az eltérés: 5%-nál 90,7, 8%-nál 85,7. Egy olyan ember számára, akinek diszkontrátája nulla lenne (ilyen ember nincs – mert az időpreferencia pozitív), a jövőbeli egymillió forint jelenértéke pontosan egymillió lenne.

Ha egy program 10 évig hoz évente meghatározott összeget, akkor annak jelenértéke úgy kalkulálható, hogy minden évi hozamot diszkontáljuk, majd a tíz jelenértéket összeadjuk. Ez az összeadós módszer, természetesen, nem működik, akkor, ha nem tudjuk, hogy hány éven keresztül lesz haszon vagy költség. Ilyen például az ún. *örökjáradék* esete, amikor a hozam (i) *folyamatos lesz*, vagyis elvileg *az idők végéig érkezik*, és (ii) *minden évben ugyanakkora lesz*.⁵ Ilyenkor egy másik képlethez nyúlunk. Ennek jelenértéke:

$$PV = V_t/r$$

1.2. NORMATÍV ELEMZÉS

A normatív közgazdaságtan alapvetően a hatékonyságot keresi, annak alapján értékeli az egyes jogszabályokat, hogy azok hozzájárulnak-e a társadalom hatékony működéséhez. Az alfejezet első pontja definiálja ezt, a hatékonysági célt. Bár a hatékonyságra fókuszál, a közgazdaságtan nem tagadja, hogy vannak más fontos célok is. Ebben a kötetben azonban ezekről az egyéb elvárásokról nem fogok szót ejteni – az alfejezet második pontjában megmutatom, hogy miért.

1.2.1 Hatékonyság

A normatív közgazdasági elemzés kiindulópontja a Pareto-hatékonyság. Mivel azonban az bizonyos fontos kérdésekre (mindenekelőtt az elosztási kérdésekre) nem alkalmazható, így a közgazdaságtanban elfogadottá vált egy átfogóbb definíció is, amit megalkotóiról (Kaldor Miklósról é John Hicksről) Kaldor-Hicks tételnek, vagy kompenzációs kritériumnak is neveznek.

Pareto-hatékonyság. Ennek definíciójához, meg kell különböztetni a Pareto-hatékony, vagy Pareto-javulást jelentő *lépést* (legyen az kormányzati lépés, jogalkotás, vagy éppen két ember közötti interakció) és a Pareto-hatékony *állapotot*. Egy lépés akkor jelent *Pareto-javulást*, ha *legalább egy ember helyzetét javítja, de közben a többiekét nem rontja* – vagyis Pareto-javuláskor senki helyzete nem romlik, de legalább egyiküké javul. (Vegyük észre, hogy ebbe a definícióba belefér az is, ha mindenki helyzete javul!) *Pareto-hatékony állapotról* ezzel szemben akkor

⁵ Ha azt tudjuk, hogy egy adott természeti értéket (mondjuk egy szép kilátást) az adott évben a látogatók mennyire értékelnek – mondjuk, mennyit lennének hajlandók fizetni a megtekintéséért –, akkor a vizsgálatok felteszik, hogy jövőre is ennyit fizetnének érte, és az idők végéig ugyanennyi lenne az általa generált haszon évente.

beszélünk, ha további ilyen lépés már nem lehetséges: *senkinek nem lehet a helyzetét úgy javítani, hogy másét ne rontsuk.*

Ilyen Pareto-hatékony állapot rengeteg van. Minden olyan állapot ilyen, amikor valakitől el kell vennünk, hogy más helyzetén javíthassunk. Ha egyetlen ember birtokolja az összes jószágot, az is Pareto-hatékony lesz – ha tőle elveszünk valamit, hogy másnak adjuk, akkor az ő helyzete (feltehetően) romlani fog. Ha kommunisztikus elvek szerint mindenki ugyanannyit kap, az is Pareto-hatékony lesz – ha ettől el akarunk térni és valakiknek (bármilyen elv szerint) több, másoknak kevesebb jutna, akkor is lennének vesztesek.

Ha egy tortát el akarunk osztani, akkor annak minden maradék nélküli felosztása (mindegy, hogy hány embernek, fejenként mekkora, mennyire eltérő szeletek jutnak) Pareto-hatékony lesz. Az újraelosztás pedig, mivel lesz vesztes, így nem lehet Pareto-javulás.

Kompenzációs kritérium – Kaldor-Hicks tétel. A Pareto-hatékonyság a jólét átcsoportosítását, vagyis, amikor valakinek a helyzetét mások kárára javítjuk, nem tekinti hatékony lépésnek. A közgazdászok egy részét azonban ez a definíció nem elégítette ki. Ez egy kalap alá veszi (egyaránt nem-hatékonynak minősíti) ezt az újraelosztást, és azt a változást, amikor mindenki helyzete romlik. Márpedig ezeket – szerintük – meg kellene különböztetni. Ahogy azon helyzeteket is érdemes elkülöníteni, amikor az elosztás során sokan, sokat nyernek (míg a vesztesek keveset veszítenek) és amikor kevesen keveset nyernek, sokak nagy vesztesége árán.

A *Kaldor-Hicks tétel*, vagy más néven a *kompenzációs kritérium*, vagy kiterjesztett *Pareto-kritérium* az, amely ezeket az elosztási helyzeteket is képes hatékonysági szempontból értékelni. Ez alapján *akkor hatékony egy változás, ha vannak ugyan vesztesek, de ők kevesebbet veszítenek, mint amennyit a nyertesek nyernek.* Ezen jóléti kritérium szerint azok a lépések hatékonyak, amikor a nyertesek a nyeresémükből képesek *lennének* kompenzálni a veszteseket a veszteségükért – innen az elnevezés.

Ha nem egyértelmű, akkor emeljük ki: nem az a kérdés, hogy hányan vannak a vesztesek és a nyertesek, hanem az, hogy összesen mennyit nyernek és vesztenek.

Ha a társadalom 80%-a nyer fejenként 1-et, míg a fennmaradó 20%-a veszít fejenként 3-at, akkor a lépés igazolható. A nyertesek nyeresége, a társadalom nagyságát 100-nak véve, 80, a vesztesek vesztesége 60. Ezzel szemben, ha a 20%-k vesztes vesztesége 4,1-re nő, akkor már nem hatékonyságjavító a lépés – mert az összes veszteség 82.

Figyeljünk azonban, hogy a definíció csak ennyit követel: a nyeresemény haladja meg a veszteséget! Nem mondja, hogy a veszteseket ki kéne fizetni: a vesztesek maradnak vesztesek. Nem valamiféle érzéketlenség ez persze, hanem egyszerűen a logika követeli meg. Ha ugyanis megtörténne a kompenzáció, akkor már nem lenne vesztes. A nyertesek továbbra is nyernének – vagyis a két lépés együtt, az eredeti és a kompenzáció már Pareto-javulást jelentene. Ha megkövetelnénk a kompenzációt, semmit nem tennénk hozzá a Pareto-javulás eredeti definíciójához.

1.2.2. Egyéb célok

Könnyű a fenti hatékonysági cél mellett másokat is megfogalmazni. Például az igazságosságot, a méltányosságot, az elosztási vagy esélyegyenlőséget. Számos közgazdász vizsgál is ilyen a

hatékonyságtól eltérő normatív elvárásokat – és ezek mentén értékelik a jogszabályokat. Ebben a kötetben azonban kerülni fogom ezeket. Két fontos, terjedelmi ok miatt. Az egyik definíciós, a másik módszertani.

Definíciós viták. Az egyéb – tegyük hozzá: jogosan felvethető – célok mellőzésének egyik oka az, hogy azokat megfelelően definiálni kellene. Szemben a hatékonyságfogalommal, amelynek az előző pontban megadtam a bevett meghatározását, a többi kapcsán több egymással vitatkozó etikai állásfoglalás is megfogalmazható, amelyek kapcsán állást kellene foglalni – és ezt az etikai vitát itt nem lehet lefolytatni.

Módszertani probléma. Amennyiben azonban a vitát rövidre zárva el is fogadnám egyik vagy másik definíciót, és azt próbálnám következetesen alkalmazni, akkor sem lenne elegendő a terjedelem ezen elemzésre. Ahhoz ugyanis az előző, leíró közgazdaságtani modell lényegesen bonyolultabb verziójára lenne szükség.

Az első ránézésre etikusnak, igazságosnak látszó lépések gyakran nem várt ösztönzőket hívnak életre, nem várt társadalmi folyamatokat indítanak el. A közgazdaságtani elemzésnek, ha az elosztási, igazságossági, stb. hatásokat mérlegelni akarja, akkor a folyamatok ezen – esetleg nem várt – eredményeire is tekintettel kell lennie. Ugyanis könnyen lehet, hogy egy elsőre jónak tűnő változás éppen igazságtalanabbá, kevésbé etikussá teszi a társadalom működését.

Könnyű igazságosnak gondolni azt, hogy a gazdagok pénzből támogassuk a szegényeket. Csakhogy, ha erre a gazdagabbak válasza az lesz, hogy akkor ők pedig nem akarnak pénzt keresni, mert úgyszólván elveszik tőlük, akkor a szegényeknek végső soron éppen kevesebb fog jutni.

Másik példán: ha az igazságosság nevében adóztatni akarjuk a társaságokat, vagy azt várjuk el tőlük, hogy szociális célokra fordítsák profitjuk egy részét, akkor figyelembe kell venni azt is, hogy a rájuk kivetett adó, vagy a tőlük megkövetelt támogatás egy részét a vevőkkel fogják megfizettetni. Az, hogy ez az adó vagy támogatási elvárás igazságosabbá teszi-e a gazdaság, a társadalom működését csak akkor dönthető el, ha tudjuk, hogy kik fizetnek többet, és mennyivel. Végső soron ők finanszírozzák a programot. (Ezt nevezi a közgazdaságtan *incidenciának*, a *terhek végső eloszlásának* – amely a *terhek áthárítása* miatt tér el attól, amit elsőre vélünk.)

1.3. ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT: FUNDAMENTÁLIS ÉRTÉKELÉS

E fejezet összefoglalójaként egy olyan fontos vállalatértékelési, értékpapír-értékelési technika alapelveit mutatom be, amelyben a legtöbb e fejezetben látott fogalom felbukkan: az ún. *fundamentális értékelést*. A kérdés az, hogy mennyit lennének hajlandóak fizetni 30%-os részesedésért egy adott vállalatban – mennyit érne ez számunkra?

A vállalati részesedés hozama sokféle lehet: pénzügyi, politikai, etikai, stb. A pénzügyi az, hogy a tag jogosult lesz a vállalat profitjának 30%-ára. De a racionális ember nem biztos, hogy csak a pénzügyi hatásokra figyel. Politikai hozam lehet az, hogy az adott vállalat, különösen egy nagyvállalat tagja, különösen domináns tagja komoly befolyásra tehet szert a politikai életben. Etikai hozam lehet, ha a társaság működése, az általa nyújtott szolgáltatások a tag értékrendje szerint támogatandó – és például amennyiben ő nem lenne a társaság tagja, akkor ez az etikailag fontos tevékenység megszűnne.

Figyeljünk most csak (az egyszerűség kedvéért) a pénzügyi haszonra, vagyis arra, hogy a cég a továbbiakban osztalékot fizet. Ez egy jövedelemáram, amelynek a *jelenértékét* kell

meghatározni. A *racionalitás* azt követeli, hogy a különböző lehetőségek közül ne válasszuk azt, amely rosszabb eredményt hoz, mint egy alternatívája. A jelenérték adja meg azt az összeget, amelyet ma alternatív formában befektetve ugyanez a hozam elérhető lenne – itt tehát a *lehetőségköltség*, a közgazdaságtan költségfogalma bukkan fel: ha adott összeget más formában befektetve nagyobb hozamot érünk el, akkor az adott befektetés költsége (az alternatíva elmaradt haszna) meghaladja annak hasznát.

A befektető azonban a kockázatra is tekintettel van: a későbbi hozamkilátások nem biztosak – a vállalat teljesítenye lehet jobb is, rosszabb is. (Ugyanúgy, ahogy az alternatív befektetés hozama sem biztos.) Ezzel a kockázattal számolni kell! A fundamentális értékeléskor ez a kockázat a diszkontlábbban jelenik meg: a jelenérték kiszámításakor a diszkontláb nem csak az idő értékét tükrözi, hanem a kockázatot is. Ha a befektető kockázatmentes akkor persze csak az idő értékét – de, ha kicsit is kockázatkérülő, akkor igaz, hogy minél nagyobb a kockázat, annál nagyobb lesz a diszkontráta. Vagyis minél nagyobb a kockázat, annál kisebb lesz a jelenérték – az az összeg, amennyit a részesedés a befektetőnek érni fog.

Egy racionális befektető számára tehát egy cég értékét (közvetlenül) nem az abban felhalmozott vagyon határozza meg, hanem a később elérhető hozam. (Pontosabban a felhalmozott vagyon értéke az általa később generált hozam ilyen módon diszkontált jelenértéke.) A vagyon nagysága kapcsán általában igaz az, hogy egy több vagyont felhalmozó vállalat nagyobb későbbi hozam elérésére képes – ezért nagyobb az értéke.

IRODALOMJEGYZÉK

Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: Jog és közgazdaságtan. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2005.

Heyne, Paul – Peter Boettke – David Prychitko [2004]: A közgazdasági gondolkodás alapjai. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest

Johnson, David B. [1999]: A közösségi döntések elmélete. Osiris, Budapest.

Neumann, John von – Oskar Morgenstern [1944], Theory of Games and Economic Behavior. Princeton, NJ. Princeton University Press. 1944

2. A VÁLLALAT KÖZGAZDASÁGTANA: SZERZŐDÉSI KUDARCOK ÉS HIERARCHIA-MODELL

Miért jönnek létre a vállalatok? Mi a funkciójuk? Mik azok a dolgok, amit egy vállalat mástól szerez be és nem maga állít elő; mi az, amit alvállalkozóktól rendel és nem maga csinál? Ki az úr a vállalatokon belül? Hogyan vehető rá egy beosztott, hogy a megbízója, felettese érdekeit tartsa szem előtt?

Ez a könyv szinonimaként használja a vállalat és a társaság kifejezést. Ugyanakkor ez sok esetben pontatlan. A vállalat egy közgazdaságtani kategória, amit az irodalom általában azzal azonosít, hogy azon belül a különböző szereplők (mindenekelőtt a munkaadó és a munkavállaló) között hierarchikus viszony van, egyikük előírhatja a másiknak, hogy mit csináljon. Ez élesen szemben áll a piaci viszonyokkal, ahol ilyen hierarchikus viszony nincs: egyik fél nem utasíthatja a másikat. A vállalat megkülönböztető jellemzője – ezen közgazdaságtani felfogás szerint – a hierarchia. Amikor ilyen hierarchikus viszony nincs, akkor vállalatról sincs értelme beszélni. Például, ha egy egyéni vállalkozó alapít kft-t, de nincs alkalmazottja (ő dolgozik benne, csak „számlázásra” használja), akkor az a közgazdaságtani modellek szerint nem vállalat. De jogi értelemben társaság. A jog számára a társaság kulcsa nem ez a hierarchikus viszony – ez (tipikusan) a munkaviszony alapproblémája.

A joggazdaságtan legismertebb, leggyakrabban hivatkozott vállalatmodellje szerint a vállalatok létrejöttének oka az, hogy a nem hierarchikus kapcsolatok, a felek közötti megegyezésre, a szerződésekre alapuló tranzakciók olykor kudarcot vallanak, nem működnek. E legismertebb modell szerint, ilyen esetben érdemes megfontolni, hogy egyes kapcsolatokat nem az (elvileg) egyenrangúságon, mellérendeltségen alapuló szerződések alapján szerveznek meg a gazdasági felek. Ez a kérdés nem csak a vállalatok szervezése, létrejötte, hanem a vállalatok „határa” kapcsán is fontosak – vállalatok határán értve azt, hogy mik azok a funkciók, amikre a vállalat külső szervezettel szerződést köt, és mik azok, amikre inkább munkavállalókat alkalmaz, „házon belül” oldja meg.

A közgazdaságtani vállalatelmélet kulcsfogalma a megbízó-ügynök probléma. A vállalat vezetését – amennyiben el is válik a „tulajdonosoktól” – a befektetők (pontatlanul: a „tulajdonosok”) megbízottjának tekinti. Azt vizsgálja, hogy a megbízott a döntéseivel a megbízója, a befektető érdekeit szolgálja-e. Ha nem, akkor ügynökproblémáról beszél. A társasági jogon belül – mint a későbbi fejezetekben majd látjuk – komoly vita van arról, hogy a menedzsment megbízottja-e a tagnak: valóban a tagok érdekeit kell-e keresnie. Sok jogrendszer, így a magyar jog kiindulópontja mintha más lenne: a menedzserektől nem a tagok, hanem a társaság érdekeinek szem előtt tartását várjuk el. Épp ezért nem probléma, ha olykor a tagok érdekeit sérti a döntésük – feltéve, hogy a társaság érdekeit viszont szolgálja.

A Ptk. 3:21. § (2) bekezdése értelmében a társaság vezető tisztségviselője a társaság érdekének megfelelően köteles eljárni.

A fejezetben először a vállalatok és az egyéni vállalkozás közötti legfontosabb különbséget gondoljuk át – ez talán a leginkább kézenfekvő alternatíva, ezzel összevetve lehet végiggondolni, hogy mi is történik akkor, amikor egy vállalat (társaság) létrejön. A második alfejezet mutatja be az – előbb említett – legismertebb vállalatmodellt, a szerződések kudarcára épülő

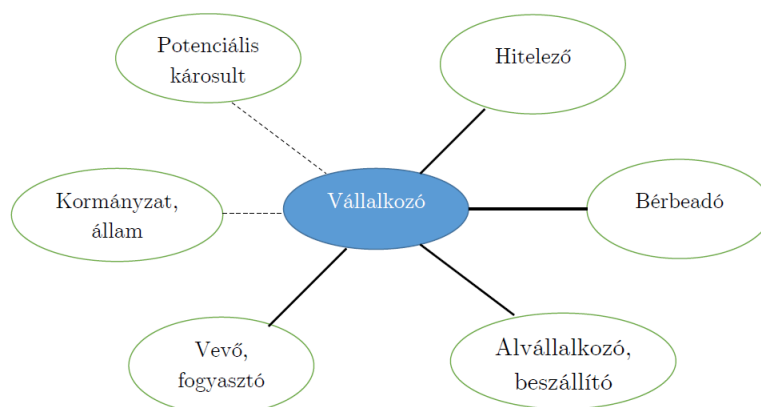
vállalatelméletet. Ebben az alfejezetben állítom majd szembe egymással a szerződéses és a hierarchikus feladatellátás alapvető jellemzőit (előnyeit, hátrányait). A harmadik alfejezet egy fontos ponton egészíti ki ezt az alapvető hierarchia-modellt: a szerződések kudarcán túl egy másik indokot, az ún. csoportos termelést mutatja be a hierarchikus viszonyok kialakulásának másik okaként. Míg az első három alfejezet inkább a munkaadó és a munkavállaló viszonyára koncentrál, addig a negyedik alfejezetben kerül sor a menedzsment és a tagok közötti viszony alapjainak vizsgálatára. Az utolsó, ötödik alfejezeten kerül terítékre annak a kérdése, hogy amennyiben a szerződéses viszonyt a felek hierarchikus viszonyra alakítják, akkor (tipikusan) ki lesz a két korábban egyenrangú fél közül a felettes és ki a beosztott.

Mielőtt belefognánk, persze még egy megjegyzést kell tenni: ebben a fejezetben – terjedelmi okokból – a legtöbb témának csak az alapjait mutatom be, gyakran előre utalva azokra a későbbi fejezetekre, amelyekben az adott kérdés tárgyalására részletesebben sor kerül.

2.1. A GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉG JOGI KÖRNYEZETE: GAZDÁLKODÁS VÁLLALATOK NÉLKÜL

A közgazdaságtan az alternatívák közötti racionális választást kutatja. Egy intézményt mindig alternatívákkal összevetve értékeli. Épp ezért, ha meg akarjuk érteni, hogy miért jönnek létre vállalatok, akkor először képzeljük el, hogy hogyan működne egy gazdaság vállalatok nélkül. Azt fogjuk látni ebből, hogy a vállalatok milyen problémák megoldásában segítenek, a vállalatok funkcióit tudjuk ezáltal azonosítani. Amennyiben nem lenne vállalat, gazdasági tevékenység akkor is lenne. Ma is sok olyan gazdasági tevékenységet tudunk felsorolni, amely nem társasági, vállalati keretek között zajlik. A legnyilvánvalóbb példája ennek az egyéni vállalkozás.

Csak szerződések világa – a vállalkozó kapcsolatai. A vállalkozó tevékenységét jogi és szociológiai-gazdasági értelemben is implicit és explicit szerződések keretei között szervezi meg. Ez adja meg a kapcsolati hálóját, amit a 2.1. ábra mutat be.



[2.1. ábra: A vállalkozó jogi kapcsolatrendszere]

Kapcsolatai egy része *explicit, vagyis jogi értelemben vett szerződés*:

- bérleti szerződést köt a telephelyére, üzemére, irodájára,

- adásvételi szerződéseket köt, amelyek révén a szükséges anyagokhoz jut hozzá,
- vállalkozási, megbízási, szolgáltatási szerződések révén szerzi be a szükséges szolgáltatásokat (például ilyen szerződést köt a könyvelőjével, a beszállítóival, az Internetszolgáltatójával, stb.)
- amennyiben pénzre, forrásra van szüksége, akkor hitel-, kölcsönszerződéseket köt bankokkal, kölcsönnyújtókkal,
- fuvarozási szerződéseket köt olyan cégekkel, akik elszállítják az általa termelt árut a vevőknek,
- adásvételi, vagy vállalkozási, megbízási szerződéseket köt a vevőivel is, stb.

Ezeket a szereplőket nevezem a továbbiakban *közvetlen érintettnek*.

A tevékenységének vannak azonban *közvetett érintettjei* is, akikkel (jogi értelemben) nem áll szerződéses kapcsolatban. Szüksége van például arra, hogy a kormányzat, az állam, a helyi önkormányzat

- megfelelő infrastruktúrát építsen ki, amit használhat,
- megfelelő jogrendet tartson fenn, ami lehetővé teszi a nyugodt, kiszámítható gazdálkodást, stb.

A kormányzattal, az állammal fenntartott kapcsolata leírható *implicit szerződésként*, amelyben a két fél jogai és kötelezettségei (többé-kevésbé) tiszták, és amennyiben azonban valamelyik fél nem teljesíti a másik elvárásait, akkor ellenlépésekre számíthat. (Foss et al. [2000] 642-643., Milgrom – Roberts [2005] 189.) A kormányzat, önkormányzat ezt általában közjogi eszközökkel – mondjuk a „nem megfelelően viselkedő” vállalkozókat „büntető” szabályváltozások útján – teszi meg. A vállalkozó pedig befejezheti a tevékenységét, átköltözhet máshova, ahol megbízhatóbbnak ítéli a kormányzatot, jobb feltételeket kínálnak, stb.

Ugyanígy implicit szerződéses (polgári jogilag kötelmi) viszonyban áll a vállalkozó a környezetével, akiknek a tevékenysége károkat okozhat. Ebben a „szerződésben” a vállalkozó azt vállalja, hogy a jogrendszer által leírt feltételek (mindenekelőtt a deliktuális felelősség szabályai) szerint megfizeti az esetleg másoknak okozott kárt.

2.2. A HIERARCHIA-MODELL ALAPJAI: SZERZŐDÉSEK KUDARCAI, MUNKAVISZONY

A hierarchia-modell klasszikus megfogalmazása Ronald Coase nevéhez fűződik. (Coase [1937/2004]) Ő az utasítási, hierarchikus viszonyt azonosítja a vállalattal:

Ha egy munkás átmegy Y részlegtől X részleghez, ezt nem azért teszi, mert változás állt be a relatív árakban, hanem mert erre utasították. (57-58)

A termelést a vállalaton kívül az ármozgások irányítják, amit a piacon lezajló tranzakciók sora hangol össze. A vállalaton belül ezeket a piaci tranzakciókat teljesen kiiktatják, és a bonyolult piacszerkezet és az ott lezajló cserék helyébe a vállalkozó-koordinátor lép, aki irányítja a termelést. Világos, hogy ezek a termelés összehangolásának alternatív módszerei. Mégis, ha komolyan vesszük, hogy amennyiben a termelést az ármozgások szabályozzák, úgy a termelés végrehajtható mindenféle szervezet nélkül, akkor fel kell tennünk a kérdést, miért vannak szervezetek. (58-59)

2.2.1. Ronald H. Coase vállalatelmélete: kiszervezés vagy házon belüli feladatellátás

Ronald H. Coase híres gondolata szerint a vállalatok pont azért jönnek létre, mert a szerződéses működés gyakran kudarcot vall, nem vezet a Pareto-hatékony (vagy akár csak a két fél helyzetét együttesen a lehető legnagyobb mértékben javító) állapotig. Ezen akadályok elkerülésének egyik módja a vállalatok létrehozatala, amikor nem kell a szerződéses viszonyokkal bajlódni, hanem egy hierarchia kialakításával egyszerűen lehet utasítani a partnert.

A fő kérdés természetesen az, hogy miért ne működnének a szerződések? A kérdés megválaszolásához érdemes az ún. Coase-tételt segítségül hívni. A legegyszerűbb értelmezés szerint a *Coase-tétel* (pontosabban az ún. gyenge Coase-tétel) azt mondja ki, hogy *amennyiben*

(a) az alkuban résztvevő felek jogai *ex ante* pontosan szabályozottak és ismertek, valamint

(b) a tranzakciós költség nulla, akkor

akkor a felek szabad alku, szerződések során eléri a hatékony végeredményt, a mindkettőjük számára előnyös változásokat.

Az (a) feltétel lényege, hogy minden a kooperációban (implicit vagy explicit szerződésben) résztvevő félnek pontosan tudnia kell, hogy szerződés, kooperáció hiányában mivel rendelkezik, mihez van joga, és mire kell alku során, kompenzációval a másik felet (többieket) rábírnia. Ha ezt nem tudják a felek, akkor az alku nem lehetséges, mert nem arról egyezkednek majd, hogy mit adna a vállalkozó egy szolgáltatásért cserébe, vagy mit kér egy vevőtől a saját szolgáltatásáért, hanem azon fognak a felek vitatkozni, hogy kell-e egyáltalán bármit is adni cserébe, kinek is jár az adott dolog, vagy jog.

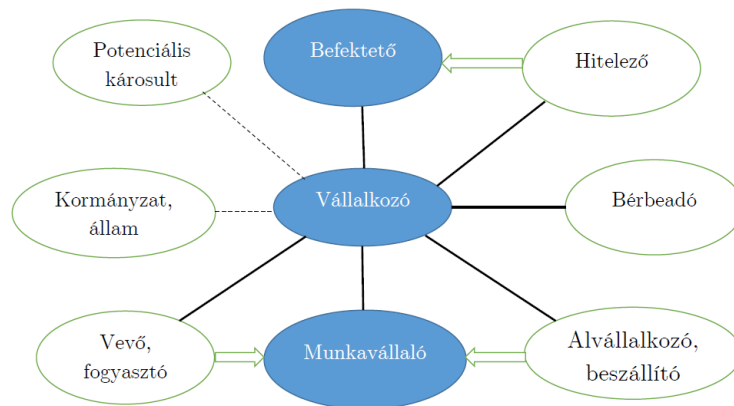
Az egyszerűség kedvéért a (b) feltételben szereplő *tranzakciós költségeken* egyelőre a szerződéskötés, az alku költségeit érdemes érteni, mindazt, *ami akadályozza a kölcsönösen előnyös kooperációt*.

Lássuk a Coase tételre, a vállalatok létrejöttére a híres Fisher Body példát – pontosabban annak klasszikus értelmezését. (Klein – Crawford – Alchian [1978], Williamson [1985] 114–115) A Fisher Body karosszériák szállítására szerződött a General Motors-szal. Az autógyárnak meglehetősen egyedi igényei voltak: a Fisher Body az adott karosszériát másnak eladni nem tudta – sőt, más autógyár igényeinek megfelelő eltérő karosszéria gyártására is csak nagy nehézségek árán tudott volna átállni. A General Motors is nehezen talált volna másik beszállítót, ha a Fisher Body kiesett volna. Az adott karosszériával gyártott autók iránti kereslet jelentősen megnőtt, ezért szükségessé vált, hogy új üzemet építsen a Fisher Body. A GM javasolt is egy telket a saját gyára közelében, hogy minimalizálja a szállítási költséget. A Fisher Body azonban egy távolabbi telken kezdett építkezni. Ennek oka az volt, hogy a szerződésük úgynevezett *költség-plusz árazást* tartalmazott: a fizetendő árat úgy képezték, hogy a Fisher Body költségeit kiszámolták, és azt megszorozták egy 1-et kicsit (a profitrátával) meghaladó számmal. Vagyis minél drágábban termelt a Fisher Body annál nagyobb profitra tett szert: ha 1 dollárral nőtt (például a szállítási) költsége, akkor a profitja is nőtt, hiszen az árat nem 1 dollárral, hanem 1 dollár plusz az engedélyezett profitrátával emelhetette. Amikor a GM a Fisher Body ezen telephelyválasztási döntésével szembesült, akkor eldöntötte, hogy a továbbiakban nem akar szerződéses kapcsolatot fenntartani a beszállítójával, hanem az első adandó alkalommal felvásárolta azt. A felvásárlás után a közöttük levő szerződéses

kapcsolat megszűnt, a Fisher Body egy üzeme lett a GM-nek, a Fisher Body vezetősége munkavállalójává vált a GM-nek. A korábbi egyenrangú szerződési partner pozícióból, hierarchikus alárendeltségi helyzetbe került – a GM vezetősége pedig a szerződési partner pozícióból utasítási pozícióba került. A vállalat határai kitolódtak.⁶

Kiszervezés, házon belüli ellátás: a munkaviszony problémája. A Coase munkáján nyugvó vállalatelmélet alapvető kérdése az, hogy mi motiválja

- a kiszervezést, vagyis amikor olyan folyamatokat, amiket addig munkavállalókkal láttattak el, innentől egy szerződéses partnertől rendelnek meg; és
- a házon belüli vonást, vagyis amikor a korábbi beszállítók által ellátott funkciókat bízzák a saját munkavállalóikra.



[2.2. ábra: Egy (közgazdasági értelemben vett) vállalat jogi kapcsolatrendszere]

A modell a vállalatot (hallgatólagosan) a munkaviszonnyal azonosítja.

Amikor egy biztosító arról dönt, hogy a korábbi biztosítási ügynökök saját alkalmazottak legyenek, akkor házon belüli vonja a termékei (a biztosítási csomagok) értékesítését. Fordítva: amikor független biztosítási ügynököket bíz meg az ügyfélkereséssel (esetleg a szerződéskötéssel is), akkor kiszervezi a tevékenységet. (Klein [2008] 444-445)

Amikor egy fuvarszervező cég sok kamiont, teherautót tart, sok sofőrt foglalkoztat, és velük szállíttatja azokat a rakományokat, amelyek fuvarozását elvállalja, akkor az házon belüli ellátás. Ezzel szemben sok helyen – különösen az európai fuvarozási piacon – viszonylag kis cégek működnek, akik a felvett megrendeléseket nem maguk elégítik ki, hanem „átadják a fuvar” más fuvarozóknak – akik az ő alvállalkozóik lesznek az adott fuvar esetén. (Más fuvarnál pedig lehet, hogy épp fordított lesz a viszony és a mostan fővállalkozó lesz az alvállalkozó.) (Gonzalez-Diaz – Vazquez [2008] 268)

A finanszírozók átalakulása, bevonása. Ugyanakkor a vállalatok létrejötte egy másik folyamatot is (sokszor) feltételez, amit a 2.2. ábra felső részén láthatunk: a finanszírozók között is megjelennek azok, akik nem hitelt akarnak adni, hanem befektetőként keresik meg a vállalkozót – vagy a vállalkozó keresi meg őket befektetési ajánlattal. Erre ugyan az eredeti Coase-féle modell kevésbé figyel, de könnyedén beilleszthető abba: a felek a hitel-, illetve a kölcsönszerződés kudarcait akarják kiküszöbölni azzal, hogy ezt a kapcsolatot alakítják ki.

⁶ Érdemes kiemelni, hogy Ronald Coase egy 2000-es írásában vitatja ezt az értelmezést – szerinte a Fisher Body felvásárlásához nem ezek az okok vezettek. (Coase [2000], Klein [2008] 446.)

2.2.2. A tranzakciós költség fogalma

A tranzakciós költségek fogalma a modell központi eleme: ez az, ami (a jogok elosztásának tisztasága mellett) megakadályozhatja azt, hogy a felek szerződéses alapon együttműködjenek – és ezért esetleg vállalatokban, hierarchikus viszonyokban szervezik meg a tevékenységüket. A tranzakciós költségek értelmezésének több lehetséges modellje van.⁷ Most csak egy (talán) legtöbbet hivatkozott, egyszerű modellt mutatok be, *Olivier E. Williamson* a kikényszerítés nehézségeit középpontba helyező modelljét. (Williamson [1979/2007, 1985])

Ennek célja azon esetkör megragadása, leírása, amikor a tranzakciós költség már elriasztóan magas: olyan magas, hogy már megakadályozza egy kölcsönösen előnyös megállapodás létrejöttét. Magyarázata szerint három probléma együttes fennállása esetén maradhat el egy ilyen kooperáció, szerződés. Akkor, ha

- (i) magas az idioszinkratikus beruházások szintje és
- (ii) nem lehet teljes szerződést kötni (ő ezt korlátozott racionalitásnak nevezi) és
- (iii) fenyeget a másik fél opportunistá viselkedése.

Idioszinkratikus lépések. Az *idioszinkratikus beruházások* olyan lépések, amelyek *csak akkor* térülnek meg, ha az adott kapcsolat úgy teljesül, ahogyan azt eredetileg tervezték. Williamson megfogalmazásában:

tartós befektetés valamilyen tranzakció támogatása érdekében, amelynek az alternatívaköltsége lényegesen alacsonyabb a második legjobb felhasználási módjában, illetve akkor, ha az eredeti tranzakció véglegesen véget ér és ekkor alternatív felhasználót kell keresni (Williamson [1985] 55.)

Amennyiben a kötelezett nem teljesít, akkor a jogosult elveszíti ezeket – pontosabban ezek értéke jelentősen lecsökken, a jogosult azok jó részét elbukja. Például, ha nem érkezik meg az ígért alkatrész, akkor a termelést nem lehet időben befejezni – a jogosult esik bevétele egy részétől.

Az egyik tipikus idioszinkratikus veszteség abból származik, hogy a jogosultnak új beszállítót kell keresni. Ez idő-veszteséggel jár. Ezen túl, az új beszállító tipikus esetben csak rosszabb minőségben, magasabb áron hajlandó elvégezni a munkát.

Az idioszinkratikus elemeket *Olivier E. Williamson* (Williamson [1991]) alapvetően akkor lát, amikor

- (i) a relatíve (a termék értékéhez képest) magas szállítási költség miatt roppant fontos a termelés helye;
- (ii) az alkalmazott fizikai tőkét (elsősorban gépeket, infrastruktúrát) nehéz átállítani más termelésre;
- (iii) a humántőke specializált, vagyis az adott szerződés teljesítése követel olyan munkarőt, olyan tudást követel, amely más szerződés, más kapcsolat esetén lényegesen kevésbé használható (az idioszinkratikus beruházások tipikus formája az „összecsizsolódás”: a helyettést ismét meg kell „tanítani” mindarra, amit az eredeti szolgáltató már tudott – például, hogy milyen speciális igényeink vannak, és miért);

⁷ Lásd erről például Allen [2000].

- (iv) az egyik fél számára a saját márkaneve roppant fontos, és a másik fél szerződésszegése ezt rombolja – például a vevő kénytelen a szerződésszegés miatt rontani a termék minőségét és ezért a márkán, a hírnevén esik csorba;
- (v) kifejezetten az adott szerződés teljesítése érdekében történik beruházás;
- (vi) az időbeliség roppant fontos, mivel – például – egy adott alvállalkozó csúszása miatt az egész folyamat megáll, nehéz az egyébként későbbi munkafázisokat „előbbre hozni”.

Érdeemes megfordítani a kérdést: ha valaki ilyen beruházásokat, költségeket vállal az sokat veszít a szerződés megszűnésén, ezért sokat tesz majd ennek elkerülése érdekében. A szerződő fél „bezáródik” a szerződésbe [lock-in], kevésbé akar majd kiszállni. (Milgrom – Roberts [2005] 64., Williamson [1979/2007] 239.) Vagyis az ilyen beruházás növeli a teljesítés valószínűségét, a másik biztonságát. Épp ezért gyakran teszünk is annak érdekében, hogy partnerünket ilyen beruházásra bírjuk. (Például a magállapodást úgy fogalmazzuk meg, hogy az „rákényszerítse” őt ilyenre, előírjuk számára azt, stb..)

Az idioszinkratikus beruházás egy speciális formája az ún. ellentételező beruházás. Peter G. Klein mutat be erre érdekes példát a kereskedelmi ügynökök kapcsán. A kereskedelmi ügynökök komoly erőfeszítéseket kell, hogy tegyenek, sokat kell tanulniuk, hogy az általuk forgalmazott terméket a lehető legnagyobb mennyiségben el tudják adni. Ez az idő, energia (beruházás), azonban csak addig hasznosul, amíg adott termék kereskedelmével őket bízzák meg. Ez tehát idioszinkratikus beruházás. Hogyan védhető ez meg? Úgy, ha eléri, hogy a kapcsolat felbontása a megbízó számára is nagy veszteséggel járjon – például, olyan személyes kapcsolatba kerül a kereskedelmi partnereivel, amit egy új ügynök nem, vagy csak nagyon nehezen tudna kiépíteni. Az ilyen ügynököt elbocsátó megbízó ezt a számára roppant előnyös hatást (az „ellentételező beruházást”) is veszélyezteti. (Klein [2008] 444-445, 449, Anderson – Schmittlein [1984], Heide – John [1988])

Teljes vagy hiányos szerződés. A magas idioszinkratikus költség, a szerződésszegés esetén fenyegető veszteség önmagában még nem jelentene gondot, ha *teljes szerződést* lehetne kötni. Teljes szerződés alatt – első közelítésben – azt értjük, hogy *minden kérdést előre rendezni lehet a szerződésben* (Milgrom – Roberts [2005] 182-183.) vagyis

- (i) *minden olyan lehetőséget előre le tudunk írni*, ami zavart okozhat a későbbiekben, valamint
- (ii) azt is meg tudjuk határozni, hogy ilyenkor *mi a teendő*, és
- (iii) mindez a *külső szereplő* (például egy bíróság) *számára szintén felismerhető, ellenőrizhető*.

(A teljes szerződés bonyolultabb, tágabb felfogását a következő fejezet mutatja be.)

Ha ilyet tudnánk kötni, akkor az idioszinkratikus költség nem jelentene problémát: egyszerűen azt kellene meghatározni, hogy egy-egy szerződésszegés esetén mekkora (véltetően az idioszinkratikus költséget fedező) kártérítéssel, kötbérrel tartozik a szerződést megszegő fél.

De ilyen teljes szerződést nem tudunk kötni, mert egyes problémák nem előre láthatóak, azokra a szerződésben sem tudunk kitérni. A *szerződésekből lyukak* maradnak.⁸ Sőt, sok esetben teljesen racionális, ha valaki tudatosan hagy lyukakat: ismeri ugyan a problémát, de nem akar arra a szerződésben kitérni. Azért, mert a probléma felbukkanása roppant valószínűtlen. Egy

⁸ Ezen előrelátási problémák felbukkanása miatt nevezi ezt a problémát Williamson korlátozott racionalitásnak.

ilyen szerződési kikötés haszna csak abban a roppant valószínűtlen esetben lesz, ha valóban alkalmazni kellene ezt. (Cooter – Ulen [2005] 228-229.)

Hiába tudjuk, hogy a szerződés teljesítését befolyásolja az, ha – mondjuk – egy ipari baleset következik be a közelben, vagy ha (valószínűtlenül) extrém időjárási viszonyok alakulnak ki, ezekre nem fogunk kitérni a szerződésben. Ugyanis a helyzet pontos megfogalmazása, a felektől ilyen esetben elvárt magatartás szerződésbe foglalása meglehetősen bonyolult (drága).

Tegyük azonban rögtön hozzá: attól, hogy a felek lyukat hagynak a szerződésben, még nem biztos, hogy azon a ponton a szerződés hiányos, az adott probléma rendezésére nincs szabály. A jogrendszerben ugyanis *diszpozitív szabályok* is léteznek, amiket *a bíróság akkor fog alkalmazni, ha a szerződésben nem talál egyértelmű, attól eltérő rendelkezést*. Ezeket a szabályokat ugyan a felek felülírhatják, ha nem megfelelőek a számukra, de ha ezt nem teszik, akkor a szerződés tartalmát, a felek teendőit ezek a szabályok megadják. A diszpozitív szabályok ki fogják tölteni a hézagot – ezért nevezik őket időnként hézagkitöltő szabályoknak.

De a felek csak akkor tudnak eltérni a diszpozitív szabálytól, illetve bármilyen más szabályt akkor alkothatnak, ha annak alkalmazási feltételei felismerhetők a bíróság számára: tudhatja, hogy fennáll a helyzet, amire a szabály vonatkozik, és látja, hogy a felek teljesítik-e, amit a szerződés követel. Ezt nevezi a játékelméleti irodalom bizonyíthatóságnak: egy külső szereplő (most a bíróság) előtt az abban érdekelt fél bizonyítani tudja a tényeket – felismerhetővé tudja tenni számára. (Baird et al [1994] 261-267).

A bizonyíthatóság szerepét hangsúlyozza Bull – Watson [2001] és Triantis [2002]. Amennyiben a felek kitalálnak, esetleg a szerződésben is szabályoznak olyan mechanizmusokat, amelyek révén a harmadik fél könnyebben felismerheti a szerződésszegést, akkor az ilyen módon „megvédett” jogokat és kötelezettségeket szívesebben foglalják szerződésbe a felek.

Az opportunizmus veszélye, Ha az eddigi két feltétel teljesül, vagyis a szerződés hiányos (bizonyos helyzeteket nem kezel – a diszpozitív szabályokkal együtt sem) és magas az idioszinkratikus beruházás, az idioszinkratikus költség (vagyis ilyen nem szerződésszerű teljesítés esetén nagy veszteséget szenvedhetünk el), akkor kiszolgáltatott helyzetbe kerülünk. A partnerünktől függ, hogy teljesít-e vagy magas költségekbe kerget minket. És ő ezzel a helyzettel vissza is élhet – mondjuk nem-teljesítéssel fenyeget, a szerződés számára kedvező módosítását (például az őt megillető szolgáltatás megemelését) követeli. Ez utóbbi, helyzetkihasználó magatartást nevezzük *opportunizmusnak*. Olivier E. Williamson megfogalmazása szerint az opportunistá magatartás olyan döntés, amikor valamelyik fél nem azt keresi, ami a két félnek együttesen legkisebb veszteséget okozza, hanem azt, ami az ő veszteségét minimalizálja, vagy hasznát maximálja.

Érdekes ezen a ponton visszatérni az idioszinkratikus beruházások kérdésére. Ugyanis, amennyiben a szerződés nem teljes, és nem is bízunk a másik félben, akkor *kerülni fogjuk az idioszinkratikus beruházásokat*, csökkentve így a veszteséget, ami egy nem szabályozott helyzetben fenyeget. Az ilyen beruházások csökkenése az ún. *akadályozási (hold-up) probléma*. (Grossman – Hart [1986], Milgrom – Roberts [2005] 194-196., Klein [2008] 436-437.) Idioszinkratikus beruházások hiányában viszont általában rosszabb minőségben leszünk csak képesek kielégíteni a partnerünk igényeit. Vagyis ezek az elmaradó beruházások a másik félnek is gondot okoznak.

Az opportunizmus veszélyének szerepére, pontosabban a bizalom hiányára utal Crocker – Reynolds [1993] tanulmánya, amely az Air Force szerződési gyakorlatát tekintette át. Azt találták, hogy a régebbi partnerek közül teljesebb, több pontra kitérő szerződéseket kötnek, ha az adott partnerrel a múltban már kialakult valamiféle vita.

A problémás tranzakciók tipikus jellemzői. A közgazdaságtani, illetve vezetéselméleti irodalom gyakran tesz kísérletet arra, hogy meghatározza milyen esetekben jelentkezik tipikusan ilyen elriasztóan magas tranzakciós költség.⁹ A talán leggyakrabban felbukkanó¹⁰ felosztás szerint azon együttműködések esetén lesz tipikusan magasabb a tranzakciós költség, amelyeknél

1. a befektetések inkább specifikusak, idioszinkratikusak,
2. hasonló tranzakciók gyakrabban következnek be,
3. az együttműködés időtartama hosszabb,
4. a kooperáció bonyolultabb,
5. a teljesítmény kevésbé függ a felektől és erősebben külső tényezőktől – a véletlentől,
6. a teljesítmény mérése nehezebb,
7. a különböző partnerekkel zajló tranzakciók erősebben kapcsolódnak egymáshoz, erősebben befolyásolják egymás eredményét.

A tranzakciós költségek magyarázó erejét sok empirikus tanulmány megmutatja. Ezek arra keresik a választ, hogy azokban az esetekben, amikor a tranzakciós költségek között felsorolt tényezők valamelyike jelentős, akkor más típusú szerződések köttetődnek-e. Vagyis ezek a tanulmányok még nem azt vizsgálják, hogy vállalatokat hoznak létre a magas tranzakciós költségek elkerülése érdekében a felek, hanem azt, hogy másfajta szerződések kötésével reagálnak-e a problémákra.¹¹

Érdeemes kiemelni, hogy sokszor maga a jog az egyik fontos kockázati tényező, ami miatt egy szerződés hiányos marad: a felek nem tudják, miképpen változhat a jog, és az abban az esetben követendő magatartást nem is fogalmazhatják szerződésbe. De az ilyen változások kockázatát is kezelni kell: ha jelentősnek ítélik ezt a kockázatot más megoldást választanak.

Arruñada et al. [2004] azt bizonyítják, hogy az amerikai és az európai kamionos cégek nagysága közötti eltérés erősen összefügg azzal, hogy milyen, és hosszabb távon mennyire kiszámítható az adott ország munkajoga. Mivel az amerikai munkajogot „flexibilisebbnek” tartják (értve ez alatt, hogy kevesebb kötöttséget jelent a munkaadónak, ha el akar bocsátani valakit), így ott inkább bevállalják, hogy munkaviszonyba veszik a sofőröket, mint egy az európaihoz hasonló, a munkavállalókat erősebben védő munkaerőpiacon.

2.2.3. A hierarchia költsége

Természetesen felvetődik a kérdés: a hierarchia alsóbb fokára beszálló fél miért fogadja el a hierarchiát, miért fogadja el azt, hogy követni fogja a másik utasításait? Illetve fordítva, miért nem vonunk minden tevékenységet hierarchikus viszonyok alá? Az első kérdésre a válasz az, hogy az alárendelt számára is jelentkezik előnyök – ezek ellentételezhetik az utasítási jogból fakadó kiszolgáltatottságot. A második kérdésre a választ az adminisztratív költségekben találhatjuk.

⁹ Várhatóan, vagyis nem minden esetben – ezek a jellemzők csak valószínűbbé teszik a magas tranzakciós költséget, nem jelentik azt, hogy ezen esetekben mindig magas lesz.

¹⁰ Például Gonzalez-Diaz – Vazquez [2008] 257-258, Klein [2008] 438-439.

¹¹ Ezek összefoglalásáért lásd: Gonzalez-Diaz – Vazquez [2008]

Az alárendelt szerep haszna: ellentételezés. Az alárendelt pozíció elfogadásakor előnynek elsősorban az ellentételezést szokás tekinteni: a hierarchiába történő belépésért cserébe a korábbi szerződési partner egyrészt folyamatos fizetésre (örökjáradékra) kap ígéretet, másrészt egy egyösszegű felvásárlási árat is kap. Amennyiben ezek jelenértéke meghaladja azt a jelenértéket, amennyit független szerződő félként el lehetne érni, akkor az így megmutatkozó többlet lehet az egyik motiváló erő a hierarchiába lépésre.

Az alárendelt szerep haszna: kockázatcsökkenés. A hierarchia tagjaként lényegesen kevesebb kockázatot kell viselni, mint független szerződő félként. Utóbbi esetén az éves gazdasági profit bevétele sok töle független elemtől, véletlentől függ. Mondjuk, hiába emeli valaki jelentősen a szolgáltatása minőségét, és hiába lenne hajlandó ezért abból többlet (esetleg magasabb áron többlet) vásárolni a partnere, ha annak piaca valamiért megroppan, akkor a megrendeléseit is vissza fogja fogni. A hierarchia – sok más kockázat mellett – ezt a keresleti kockázatot is nagyrészt leveszi az alárendeltről: bére kevésbé fog reagálni a piaci változásokra.

Az adminisztratív költség – morális kockázat. A *morális kockázat*, vagy – más néven – *ügynökprobléma* lényege, hogy a hierarchiában alárendelt szerepet betöltő felet minden döntési jogától megfosztani nem lehet. És kérdéses, hogy a saját hatáskörében maradó döntéseiben milyen elvek szerint fog választani, a saját céljait, vagy a felettes, a vállalat számára fontos célokat fogja-e követni. (Milgrom – Roberts [2005] 234.) Más néven: az ügynökprobléma. (Milgrom – Roberts [2005] 238.) Például: milyen erőbedobással végzi majd a munkáját, megpróbál-e lazsálni – hogy az alárendelt szereplőnek az irodalomban leggyakrabban elemzett döntését emeljem ki. Az egyéni motiváció és a vállalat érdeke egész addig nem esik egybe, amíg a döntéshozó nem kapja meg az erőfeszítésének (döntéseinek) teljes hozamát. Ő csak azt fogja mérlegelni, hogy a többlet-erőfeszítés neki mekkora (nem csak anyagi) hasznot hoz. (Nem anyagi haszon például a csoporton belüli erkölcsi elismerés, a barátai megbecsülése, stb.) Ha az egyéni haszna kisebb, mint a vállalaté, akkor nem tesz annyi erőfeszítést, mint amennyit szerződéses viszonyban tenne – ez a lazsálás (Milgrom – Roberts [2005] 250-252.).

Érdekes ennek kapcsán bevezetni egy másik fogalmat: léteznek *gyenge* és *erős ösztönzés* tartalmazó viszonyok. (Foss et al [2000] 637-638.) A legerősebb az ösztönzése, annak, aki megkapja a döntései teljes hozamát – a leggyengébb pedig annak, aki abból semmit nem lát. Utóbbira tipikus példa, amikor valaki fix díjat kap, vagyis aki nem tesz szert nagyobb jövedelemre, ha jobb teljesítményt nyújt. E két véglet között rengeteg köztes forma képzelhető el – de minél közelebb vagyunk ahhoz, hogy megkapja valaki az általa termelt érték 100%-át, (és minél távolabb vagyunk a tiszta fix bérezéstől) annál erősebb az ösztönzés.

Az ösztönző erősítésével viszont a kockázatok is nőnek – amennyiben a kockázatokat csökkenteni akarjuk, akkor az ösztönzőt is gyengíteni kell. Vagyis a hierarchiában felül levő félnek választani kell az ösztönzés (a morális kockázat csökkentése) és a kockázatcsökkentés között. Ha túl erős ösztönzőt alakít ki, akkor túl sok kockázatot tol az alárendeltre, aki emiatt kerülni akarja majd vele a kapcsolatot – pontosabban csak magasabb ellenszolgáltatásért, bérért lesz hajlandó arra. (Foss et al [2000] 635-636., Milgrom – Roberts [2005] 262.)

Időnként ezen ösztönzők erősítése nem lehetséges, mondjuk mert a jog tiltja őket (például előírja, hogy a munkavállaló jövedelmének egy minimális értéket el kell érnie – ennyi fix díjazást a rendszerbe kell építeni). Ekkor egy eszköz marad a morális kockázat csökkentésére: az ellenőrzés és szankcionálás, amikor a felettes szigorúan előírja a teendőket is (csökkenti az

alárendelt döntési jogosítványait). (Milgrom – Roberts [2005] 259-260.) E rendelkezések megszegőire – ha ez kiderül – komoly szankciókkal súlyt le. Persze ez a rendszer sem költségmentes: az ellenőrzés és a szankcionálás is komoly adminisztratív költségekkel járhat.

A hierarchia ezen költségei (a morális kockázat, a lazulás miatti veszteség, az ellenőrzés, a szankcionálás költsége) együttesen meg is haladhatják a szerződések esetén felmerülő tranzakciós költségeket; de akár a kooperációból fakadó hasznokat is. Ilyenkor nem is ösztönöz semmi vállalat szervezésére (funkciók házon belülre vonására) – maradnak a szerződéses viszonyok. Vagy el is maradhatnak kooperációk.

2.3. A CSOPORTOS TERMELÉS PROBLÉMÁJA

A fenti tranzakciós költség-modell egy változatának is tekinthető, de attól függetlenül is értelmezhető a csoportos termelés modellje. (Alchian – Demsetz [1979] 779, Blair – Stout [1999], Foss et al. [2000] 636-637., Bodie [2012] 89-90, Stout [2017] 347-348) Ez a vállalkozó és az érintettek közötti kapcsolatokat nem kétoldalú (egy megrendelő és egy beszállító, szolgáltató, egy bérlő és egy bérbeadó, egy kölcsön nyújtója és egy kölcsönvevő közötti) viszonyokra bontva vizsgálja, hanem arra helyezi a hangsúlyt, hogy a vállalat működéséhez az érintettek mindegyikére szükség van. Az egyes szereplők összeköttetésben állnak egymással. A tranzakciók összekapcsolódnak. A csoportos termelés modellje abból a feltevésből indul ki, hogy bármelyik érintett kiesése a termelés, a vállalat működésének (rövid távú) összeomlásához vezethet. (Foss et al [2000] 636.) (Hosszabb távon persze lehet, hogy lehet találni helyetttest, de ennek komoly költségei lehetnek.)

Nélkülözhetetlen inputok együttműködése – szétválaszthatatlanság. Mivel minden input nélkülözhetetlen, így (gyakorlatilag) lehetetlen megállapítani, hogy melyik mennyiben járul hozzá a vállalat termeléséhez: ha teljes lesz az összeomlás egyik vagy másik kiesése esetén, akkor azt kell mondanunk, hogy mindegyik a termelés teljes mennyiségét „okozza”¹². Éppen ezért igazán erős ösztönzés se alkalmazható, mert ez azt követelné, hogy mindenki kapja meg a teljes bevételt. Ami nyilvánvaló képtelenség. (Foss et al [2000] 637.)

Már ez is megnehezíti a megfelelő ösztönzést. De tovább erősíti a szerződési kudarcot, ha az érintettek oldalán is erős idioszinkratikus elemek jelennek meg. Hiszen ekkor egyszerre igaz, hogy

- a szétválaszthatatlanság okán nem mondható meg, hogy a vállalat jövedelmének mekkora részét kellene az adott érintettnek juttatni; és az is, hogy
- erős ösztönzők nélkül viszont idioszinkratikus beruházások maradnak el (fellép az *akadályozási probléma*).

Ellenőrzés. Amennyiben nincs kellően erős ösztönzés, akkor - mint az előző alfejezetben láttuk – az ellenőrzést, szankcionálást kell valamiképpen megszervezni. Így van ez csoportos termelés esetén is: a modellben nem az ösztönzés, hanem az ellenőrzés-szankcionálás játssza a főszerepet.

A csoportos termelés modellje szerint a vállalkozó (az ellenőr, az utasítási joggal felruházott szereplő) nem egyszerűen azért vonja be a hierarchiába az egyébként tőle független szereplőket,

¹² Az okfogalom használatáról Szalai [2017]

hogy az adott szerződés kudarcait kiiktassa, hanem a csoport többi tagjának érdekében is. Vagyis itt hierarchia nem egyszerűen a két félnek kölcsönösen előnyös (az egyiknek az opportunizmus veszélyének csökkentése, az idioszinkratikus költségek védelme, a másiknak a kockázat csökkentése, illetve a magasabb bevétel miatt), hanem minden egyes csoporttagnak érdeke, hogy legyen valaki, aki ellenőrzi (és szankcionálja) az összes érintett munkáját – így a sajátjukat is. (Foss et al. [2000] 641-642.)

2.4. A VÁLLALKOZÓ (A TULAJDONOS) SZEMÉLYE: A BEFEKTETŐI ÉS SZERZŐDÉSES MODELL

A vállalat létrejötte nem csak a munkaviszony, hanem a befektetők megjelenését is jelenti, jelentheti. (Sőt, a társaság jogi fogalma, mint majd látjuk, inkább erre a viszonyra helyezi a hangsúlyt.) Itt azonban az eddigi alá-fölérendeltségi viszony értelmezése problémákat okoz. Érvelhetünk úgy, hogy a vállalkozó keres befektetőket: meggyőzi őket, hogy ne hitelt adjanak neki, hanem profitrészesedésért cserébe adják oda neki a pénzüket. Ez gyakori leírás a pénzügytanban, ahol egy-egy befektetésre (részvényvásárlásra) úgy tekintenek, mint mikor valaki másra bízta a pénzét¹³ Ugyanakkor a vállalatelmélet klasszikus modelljei gyakran inkább fordított feltevésre épülnek: a befektetőt tekintik az igazi vállalkozónak, aki amikor a cég növekedni kezd, és ennek a szervezetnek az ellenőrzése, irányítása egyre nehezebb lesz, menedzserekre bízta a vállalat irányítását. Felismeri ugyanis, hogy más tudás kell egy kisebb vállalkozás sikeres beindításához, működtetéséhez, mint egy nagy szervezet vezetéséhez. Előbbinél az ágazati-szakmai tudás lényegesen nagyobb szerepet játszik, míg utóbbinál, ahol az ágazat-, szakmafüggetlen vezetői tudás a fontosabb. A menedzser e szerint a kép szerint nem más, mint egy „speciális munkavállaló”, akit a befektető állít maga és a „normál” munkavállalók közé.

2.4.1. Befektetői és szerződéses vállalatmodell

A befektetők és a menedzsment közötti viszony két eltérő szemlélete miatt érdemes elkülöníteni a vállalatokról kialakult két eltérő modellt: a befektetőit és a szerződésit. (Milgrom – Roberts [2005] 419-420)

Befektetői modell. A befektetői modell szerint a menedzsment a befektetőknek alárendelten dolgozik. Kulcsszerepet kap ebben az a tény, hogy a vállalatot a befektetők alapították, az ő szerződésük, akaratuk nélkül létre sem jött volna – sőt, elvileg fel is számolhatják azt. A menedzsment az ő döntésük nyomán kerül a vállalathoz, és marad ott. Épp ezért – e modell szerint – abból érdemes kiindulni, hogy a vállalat a tagok érdekében jár el, vagyis a vállalat az ő tulajdonuknak tekinthető.

Szerződési modell. A szerződési modell szerint egyértelműen hierarchikus (utasítási) viszony csak a munkavállalók tekintetében van, míg a befektetők és vállalkozó-menedzser között egy speciális (sok implicit elemet is tartalmazó) szerződés áll fenn. A modell fő állítása, hogy a tagoktól érkező pénz csak az egyik tőkefajta. A befektető csak a vállalat egyik érintettje. A

¹³ Lásd például Tirole [2006]

vállalat sokkal inkább a menedzsment tulajdona, a gyakorlatban ő hozza meg a döntéseket – például arról is, hogy a vállalat vonjon-e be befektetőket.

2.4.2. A közgazdaságtan tulajdonosfogalma és a vállalat

A két modell összehasonlításához hozhatunk jogi érveket is (ezekkel később, a nyolcadik és a kilencedik fejezetben találkozunk majd), de a közgazdaságtan arra a kérdésre összpontosít, hogy a befektető és a menedzser közül ki felel meg jobban a tulajdonos joggazdaságtani-társadalomtudományi definíciójának.

A joggazdaságtan tulajdonos-fogalma. Armen Alchian és Harold Demsetz (Alchian – Demsetz [1972]) klasszikus definíciója óta bevett, hogy bármilyen vagyontárgy közgazdaságtani, szociológiai értelemben vett tulajdonosának azt tekintjük, aki az azzal kapcsolatos reziduális döntési jogokkal, illetve reziduális jövedelmekkel rendelkezik.

A reziduális döntési jog (vagy másképp, a maradványjog) *azokat a döntési jogokat* jelenti, amelyeket vagy *a jogrendszer, vagy a felek közötti megállapodások nem osztanak ki egyértelműen.* (Milgrom – Roberts [2005] 385-388.) A közgazdasági értelemben vett tulajdonos keresésekor abból érdemes kiindulni, hogy egy vagyontárgy kapcsán sokféle döntést kell hozni. Ezek egy részét a jogszabályok, más részét szerződések delegálják egyes embereknek, csoportoknak. Azonban azokat a döntéseket is meg kell hozni, amelyeket ilyen módon nem adtak oda valakinek. Ezek a maradványjogok. Ezek maradnak a tulajdonosnál – vagy fordítva: tulajdonos az, aki minden olyan kérdésben dönthet, amit nem adtunk oda valakinek.

A reziduális jövedelem, vagy maradványjövedelem (Milgrom – Roberts [2005] 388-389.) értelmezésekor először azt kell felismerni, hogy a vagyontárgy által generált jövedelmek egy részéről jogszabályok, más részéről szerződések mondják meg, hogy mire kell költeni őket. Például adót kell fizetni, ki kell fizetni a szerződésben megszabott bért, bérleti díjat, vételárat, stb. Ami ezek után marad az a maradványjövedelem. Aki pedig erre jogosult, az a tulajdonos.

Ez a meghatározás – különösen a reziduális jogokra vonatkozó része – roppant közel áll a (magyar) jog tulajdonos definíciójához. E szerint tulajdonos az, akit „tulajdonjogának tárgyán – jogszabály és mások jogai által megszabott korlátok között – teljes és kizárólagos jogi hatalom illet[...].” (Ptk. 5:13. § 1. bek.)

Reziduális jogok a vállalatnál. Vállalat esetén a jog nem beszél tulajdonosról. A köznyelv – és néhány nem igazán pontos közgazdasági modell – viszont igen: tipikusan a befektetőt érti tulajdonos alatt. A fenti definíció alapján azonban ez téves. Egyrészt mivel (mint majd látjuk) a társasági jog épp úgy épül fel, hogy a közgyűlés, a tagok jogait definiálja – és minden meg nem határozott jogot a menedzsment kezébe ad. Vagyis a reziduális jogok a menedzsmenthez kerülnek.

Ráadásul, az ún. *közjóság-probléma*, a *potyázás* miatt a közgyűléshez telepített jogok is sokszor csak névlegesen a befektetőké: ritkán vannak abban a helyzetben, hogy felülbírálják a menedzsment előterjesztését. Erre igazi esélyük csak olyan vállalatokban van, ahol kevés tag, vagy legalábbis kevés nagy beleszólással rendelkező tag van. Amikor ugyanis sok befektetőnek kellene a menedzsment előterjesztésével ellentétes döntést hozni, akkor fellép a potyázás: *hiába igaz, hogy mindenki jobban járna, ha egy rossz előterjesztést leszavaznának, de egyénileg senki nem érdekelt abban, hogy tegyen is ezért*, vagyis, hogy utánajárjon, az előterjesztés rossz-e

(lehetne-e annál jobb döntést hozni), hogy meggyőzze erről a többieket. Az utánaajárás, a meggyőzés ugyanis erőfeszítést, költséget, időt, stb. követel. De ezt nem fontos felvállalni – ha más megteszi, akkor mi potyázhatunk: a jó döntést ugyanúgy megkapjuk, de a költségeket más állja.

Reziduális jövedelmek. Mivel a menedzsment-előterjesztések felülvizsgálata ritka, így adott időszakban a reziduális jövedelem is (inkább) a menedzsernek, és nem a befektetőknek jut. Köznapi felfogás szerint ugyan a profit – és az ebből fizetett osztalék – a maradvány-jövedelem, és ez a tagoknak jut. Ha elfogadjuk (elfogadnánk) ezt a képet, akkor a tulajdonos két definíciója ütközik egymással a vállalatok esetén: a reziduális jövedelmek a tagoké, a reziduális jogok a menedzsmenté.¹⁴ Azonban ez a nézet elfelejti megkérdezni, hogy miképpen is alakul ki az éves profit. A valóságban ugyanis a beszámolót is, és abban a profit számítását is a menedzsment terjeszti a befektetők elé. Amikor egy cég a valós kiadásai, költségei alapján valamilyen többletet (maradványjövedelmet) termel, akkor a menedzsment dönthet arról, hogy ezek egy részét felesleges kiadásokra, beruházásokra költi-e, így csökkentve a befektetők között osztalékként szétosztható profitot, vagy nagyobb profitot jelent-e le, amiből nagyobb osztalékot fizethet. A legkevesebb tehát, amit elmondhatunk, hogy a reziduális jövedelmen ketten osztoznak – de az nyilvánvaló, hogy az osztozás aránya a menedzsmenttől függ. (Látjuk majd, hogy ennél még erősebb állítást is tehetünk: a reziduális jövedelem tisztán a menedzsmenté. A befektetőknek csak az „implicit szerződésben megígért” jövedelem jut – minden ezt meghaladó jövedelmet, vagyis a maradványt a menedzsment saját döntései szerint szabadon fog felhasználni.)

2.5. KI LESZ A FELETTES, KIÉ AZ ELLENŐRZÉS JOGA?

Az eddigiekben csak azt láttuk, hogy a tranzakciós költségek, illetve a csoportos termelés problémái miatt kialakul (kialakulhat) egy hierarchikus szervezet. Ebben a hierarchia magasabb fokán levő utasíthatja az alatta levőket, ellenőrzi a tevékenységüket, illetve (tipikusan) kockázatokat is levesz a vállalkról. De nem adtunk választ arra, hogy ki is lesz ez a felettes. Szerződéses viszonyban (kiszervezés esetén) két egyenrangú fél áll egymással szemben – kérdés, hogy melyik legyen a hierarchiában felül, és melyik alul?

Ha egy húsüzem és egy állattelep áll egymással szemben, akkor elképzelhető az is, hogy a húsüzem vásárolja fel az állattelepet, vagy az állattelep a húsüzemet. Persze az is lehet, hogy nem felvásárlás történik, hanem inkább az, hogy a húsüzem önálló állattelepet hoz létre, és nem vásárol több húst az állattartótól – vagy, az állattelep hoz létre húsüzemet, és nem szállít többet húst az üzemnek. Hasonlóképp, elképzelhető, hogy egy pékség hoz létre bolthálózatot, ahol árulja a saját termékeit, de az is, hogy egy élelmiszerbolt (például egy boltlánc) létesít sütödét.

Az első kézenfekvőnek tűnő magyarázat az, hogy a méret számít: a nagyobb vásárolja fel a kisebbet. Ez ugyan lehet, hogy az esetek többségében így van, de nem egyszerűen a méret miatt. A méret azért számíthat, mert a nagyobb (tipikusan) jobban viseli a kockázatot, illetve több idioszinkratikus (kulcs)beruházást is tesz. Hatékonyabb ha ő vállalja fel a kockázatot, ha az ő beruházását védi inkább a hierarchia. (A joggazdaságtan modelljei általában feltételezik,

¹⁴ Így érvel például Milgrom és Roberts is: Milgrom – Roberts [2005] 420.

hogy a hatékony megoldás hosszabb távon meg is valósul – a nem hatékony megoldások elbuknak.)

Kockázatmegosztás. Mivel a hierarchia alsó fokára lépőkről a rendszer kockázatot vesz le, így a hatékony megoldás az, ha az kapja meg az utasítási jogot, aki jobban képes viselni a kockázatot. Ez pedig a legegyszerűbb megközelítés szerint (Posner – Rosenfield [1977]) három elemtől függ:

- Ki az, aki könnyebben szerez információt a kockázatról (arról, hogy mi történhet, milyen eséllyel, illetve arról, hogy amennyiben az adott helyzet előáll, akkor mekkora költséget is eredményez ez)?
- Ki az, aki könnyebben tehet a káros események bekövetkezése ellen?
- Ki az, aki könnyebben biztosíthatja magát – akár a piaci, akár ún. önbiztosítás útján?

Az első feltétel szerint annak kell tulajdonosnak lennie, annak kell az utasítási jogot adni, aki információs szempontból kulcspozícióban van. Az információ nem mindenki számára egyformán érhető el, a különböző szereplők eltérő módon, eltérő eséllyel juthatnak hozzá. Nyilvánvalóan, az a szerencsés, ha a döntéshozó ismeri a szükséges információkat. Ha nem az dönthet, akihez a szükséges információk eleve eljutnak, akkor az információt valahogy „utaztatni kell”, el kell juttatni hozzá.¹⁵

A második feltétel arra felismerésre épül, hogy egy kockázat (szinte) soha nem teljesen exogén. Képesek vagyunk csökkenteni a bekövetkezés esélyét, vagy azt a költséget, amit akkor kell viselni, ha az esemény valóban bekövetkezik. A két fél közül általában nem ugyanazokkal a lehetőségekkel rendelkezik – jobb, ha az viseli a kockázatot aki azt könnyebben csökkentheti.

A harmadik feltétel, a biztosítási képesség két elemet foglal magában. A *piaci biztosítás* érhetőbb: a biztosítók tipikusan más biztosítást kínálnak a kooperációban résztvevő felek számára. Egyikük jobb feltételekkel juthat biztosításhoz, mint a másiknak. Az *önbiztosítás* pedig arra hívja fel a figyelmet, hogy egyes feleknek *nincs is szükségük piaci biztosításra*. Ez az önbiztosítási képesség elsősorban abból fakad, hogy adott helyzet, adott probléma milyen erősen érinti a jólétüket. Például ugyanaz a vagyoni kár kevésbé érinti annak a jólétét, akinek a vagyonán belül kisebb részt tesz ki a kár.¹⁶

Idioszinkratikus beruházások. Láttuk, a tranzakciós költségek tárgyalásakor, hogy a nem szabályozott problémák felbukkanása akkor és azoknak jelent igazán nagy terhet, akik nagyobb idioszinkratikus beruházást tettek, akik többet veszítenek az együttműködés kudarca esetén. Láttuk azt is: aki az utasítási jogot kapja, az kevésbé van kiszolgáltatva a másik opportunizmusának. Az utasítási jog olyan eszközt jelent, amelynek segítségével meg lehet védeni a saját beruházásainkat. (Grossman – Hart [1986], Hart – Moore [1990], Hart [1995/2006], Foss et al. [2000] 641.) Aki pedig nagyobb biztonságban tudja a beruházást, az többet is ruház be. Viszont az utasítási jog miatt az alárendelt (a szerződéses viszonyhoz képest) kevésbé lesz ösztönözve ilyen beruházásokra – a másik utasítási joga miatt az opportunizmus veszélye nála még nő is. A hierarchia tehát csak az egyik félnél képes erősíteni az ösztönzöt,

¹⁵ Szoros kapcsolatban van ez az állítás azokkal a modellekkel, amelyek szerint a vállalatban a tulajdonviszonyokat, az utasítási jogot, a kockázatviselést az adott tranzakcióval, illetve a csoporton belüli információk keletkezésével, terjedésével érdemes magyarázni. Lásd például: Bolton – Dewatripont [1994].

¹⁶ Ez azt is jelenti persze, hogy a nagyobb vagyonnal rendelkező, gazdagabb fél az esetek többségében (de nem mindig!) tipikusan hatékonyabb tulajdonos. De nem mindig, mert például, ha az adott probléma neki több vagyontárgyát is érinti, akkor már nem biztos, hogy relatíve kisebb a rá háruló teher.

csak az egyik fél beruházását tudja megvédeni. Jobb ezért, ha ez az a fél, aki több idioszinkratikus beruházást vállalna fel, akinek több a veszíteni valója, az kapja az utasítási jogot (Barzel [1982]).

A csoportos termelés modellje tovább lép: nem egyszerűen a felek idioszinkratikus beruházások nagysága a kérdés, hanem az is, hogy azok mennyire nélkülözhetők a termelés során. A felek együttesen akkor veszítenek a legtöbbet, ha ez a legkevésbé nélkülözhető beruházás marad el – ezért ezt hatékony erős ösztönzőkkel, utasítási joggal védeni. (Grossman – Hart [1986], Hart – Moore [1990], Hart [1995/2006]). A csoport érdeke is az, hogy ezt a beruházást ösztönözze leginkább.

2.6. VÁLLALAT VAGY TÁRSASÁG – JOG VAGY KÖZGAZDASÁGTAN

Ez a Ronald H. Coase modelljéből kinőtt, a vállalatban alapvetően hierarchikus viszonyt látó elmélet számára a vállalat meghatározó eleme a munkaviszony. Ezt Coase kifejezetten ki is emeli:

Hogy a gyakorlatban miből áll egy vállalat, azt legjobban a „gazda és szolga”, vagy „munkaadó és munkavállaló” közötti jogi viszony elemzésével közelíthetjük meg. (Coase [1937/2004] 80-81.)

Ugyanakkor a jog társaság fogalma és a munkaviszony nem kapcsolódik szorosan össze. Mint Lynn Stout fogalmaz: a vállalat közgazdaságtani kategória, míg a jog számára a társaság a kulcsfogalom (Stout [2017] 339-340.) . A kettő ugyan sok esetben egyszerre alkalmazható egy gazdasági szervezetre, de sokszor nem. (Épp azért használom a könyv címében a gazdasági szervezet kifejezést, hogy ne kötődjön egyik fogalomhoz se, átfoghassa mindkettőt.) Például egy olyan cég, amelyben csak az azt létrehozó „tulajdonos” dolgozik, nincs is más befektetője, nincs alkalmazottja, a jog számára társaság, de a közgazdaságtan csak egy egyéni vállalkozást fog látni. Ezzel szemben, amikor egy egyéni vállalkozó munkaviszonyt létesít valaki mással, akkor az a jog szemében nem teremt társaságot – ezzel szemben a közgazdaságtan már vállalatot érzékel.

A fejezetben elsősorban a közgazdaságtan vállalatfogalmának kulcskérdéseit tekintetem át. De már ennek a bevezető fejezetnek a lezárásaként is érdemes lehet áttekinteni, hogy miben tér el ettől a jog társaság-fogalma. Annak tehát nem kulcsa az, hogy talál-e munkaviszonyt. Ennek megértéséhez Henry Hansmann és Reinier Kraakman több helyen kifejtett modellje (Hansmann – Kraakman [2000] Hansman et al. [2006], Armour et al [2009]) talán a legjobb kiindulópont. Ezek szerint (kicsit módosítva az ő kifejezetten a részvénytársaságokra kidolgozott modelljüket) a gazdasági társaság működésének jogi szabályozása kapcsán négy nagy kérdést érdemes feltenni:

- (i) mit értünk jogi személyiség alatt, miért fontos ez?
- (ii) mit jelent és milyen következményei vannak a korlátolt befektetői (és menedzseri) felelősségnek?
- (iii) milyen a viszony a befektetők és más érintettek valamint a menedzsment között, ki és miképpen próbálhatja rábírní döntései megváltoztatására – másként: milyen a vállalatirányítási struktúra (corporate governance)?

- (iv) hogyan léphetnek ki a befektetők, a tagok a gazdasági társaságból, eladhatják-e, milyen feltételekkel a befektetéseiket, tagi részesedésüket – miképpen hat ennek a lehetősége a vállalat működésére, a menedzsment döntéseire?
- (v) felelősségre vonhatja-e a jogrendszer (mindenekelőtt a bíróság) a menedzsmentet egyes a társaság, vagy a befektetők, vagy más érintettek számára kedvezőtlen, kárt okozó döntéseik miatt – mikor, milyen döntésekért; kiknek az érdekeit kell szem előtt tartania a döntések meghozatala során?

2.7. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A kötetben az összefoglaló alfejezetek funkciója alapvetően az, hogy olyan tanulságokat emeljen ki a fejezet tartalmából, amelyek a szűk témán – a gazdasági szervezetek működésének joggazdaságtani elemzése – túl, a jog más területeinek elemzésekor is jól használhatók. Ez a fejezet több ilyen is kínál. Ilyen a Coase-tétel, illetve a szerződési jog alapfogalmainak abból eredeztethető közgazdasági elemzése. Talán a legfontosabb fogalom a *tranzakciós költség*, amely a szerződések működőképességét alapvetően befolyásolja. Ebből született meg az a gondolat, hogy a jogrendszernek a közgazdaságtan szemében legfontosabb funkciója az, hogy a tranzakciós költségeket, a szerződések korlátait a lehető legalacsonyabbra szorítsa vissza.¹⁷ Ezen szerződések a közgazdaságtan (és a társtudományok) szemében lehetnek implicit vagy explicit szerződések, ezek révén kapcsolódik a gazdasági szervezet tevékenységének ún. direkt, vagy indirekt érintettjeihez. Láttuk, hogy a szerződések működőképessége alapvetően (i) a specifikus (kifejezetten a szerződés érdekében tett) beruházások nagyságától, (ii) az egymásba vetett bizalomtól, (iii) és a jogrendszer teljes szerződések megkötéséhez nyújtott segítségétől függ.

Láttuk, hogy a szerződések működésképtelensége esetén a modell szerint az alapvető alternatíva a hierarchia szervezése – amely a közgazdaságtan számára alapvetően a korábbi beszállítók alkalmazottá válását jelenti. Ennek a hierarchiának a legfontosabb következményei, hogy a „tulajdonos” utasítási jogot kap, de egyben bizonyos kockázatokat is át kell, hogy vállaljon a munkavállalójától. Ráadásul szembe kell néznie a morális kockázattal is – ösztönzők megteremtésével csökkentenie kell a munkavállalók ösztönzését arra, hogy a döntési jogait a saját (és ne a szervezet) céljait szem előtt tartva hozzák.

Érthetjük már azt is, hogy az előző mondatban a tulajdonos szó miért idézőjelben szerepelt: a közgazdaság tulajdonos fogalma ugyanis nem azzal azonos, aki utasítást adhat, hanem azzal, aki a reziduális jogokkal és jövedelmekkel rendelkezhet. (Ez lehet az utasítási jogokkal bíró fél, de nem mindig, nem feltétlenül az.) Láttuk, hogy a társaság esetén a közgazdasági értelemben vett tulajdonos személye körül például milyen viták folynak – ezek eredményezik a kétféle vállalatmodell (a befektetői és a szerződési modell) megszületését is. Láttuk, hogy a menedzsment tulajdonosként való felfogása mellett olyan érvek is szólnak, mint a – később majd többször előkerülő – közjószág, vagy kollektív cselekvési probléma, amely a köznyelv

¹⁷ Ezt Robert Cooter és Thomas Ulen *normatív Coase-tételnek* nevezi, holott Ronald H. Coase eredeti munkája sokkal inkább arról szól, hogy a jog feladata – a tranzakciós költségek változatlansága mellett – a jogosítványok hatékony elosztása, olyan elosztása, amelyet a felek nem is akarnának elcserélni egymással, mert minden jog annál van, akinek az a legtöbbet ér. Ez utóbbi elvárást Cooter és Ulen normatív Hobbes-tétel névvel illeti. (Cooter – Ulen [2004] 107-111.)

szerinti „tulajdonosok” (a jogi nyelv szerinti befektetők) közös fellépését, a menedzsmenttel szemben egyébként meglevő jogaik gyakorlását akadályozza.

IRODALOMJEGYZÉK

Alchian, Armen – Harold Demsetz. [1972]: Production, Information Costs, and Economic Organization, *62 American Economic Review* 772–795.

Anderson, Erin – David C. Schmittlein. [1984]: Integration of the Sales Force: An Empirical Examination. *15 Rand Journal of Economics* 385–395.

Armour, John– Henry Hansmann – Reinier Kraakman [2009]: What is Corporate Law? in: Reinier Kraakman – Paul Davies – Henry Hansmann – Gerard Hertig – Klaus Hopt – Hideki Kanda – Edward Rock (szerk.): *Anatomy of Corporate Law* (2nd edition) Oxford University Press, Oxford 1–34.

Arruñada, Benito – Manuel Gonzalez-Diaz – Fernandez [2004] Determinants of Organizational Form: Transaction Costs and Institutions in the European Trucking Industry. *13 Industrial and Corporate Change* 687–692.

Baird, Douglas – Robert Gertner – Randal Picker [1994]: *Game Theory and the Law*. Harvard University Press, Cambridge

Barzel, Yoram [1982]: Measurement Cost and Organization of Markets. *25 Journal of Law and Economics* 27–48.

Blair, Margaret M. – Lynn A. Stout [1999]: A Team Production Theory of Corporate Law. *85 Virginia Law Review* 247–328.

Bodie, Mathiew T [2012]: Employees and the Boundaries of the Corporation. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 85-105.

Bolton, Patrick – Mathias Dewatripont [1994]: The Firm as a Communication Network. *115 Quarterly Journal of Economics* 809-839.

Bull, Jesse – Joel Watson [2001]: Evidence Disclosure and Verifiability. *118 Journal of Economic Theory* 1–31.

Coase, Ronald H. [1937/2004]: A vállalat természete. in: Ronald H. Coase: *A vállalat, a piac és a jog*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest. 53-81.

Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest

Crocker, Keith J. – Kenneth J. Reynolds. [1993]: The Efficiency of Incomplete Contracts: An Empirical Analysis of Air Force Engine Procurement. *24 Rand Journal of Economics* 126–146.

Foss, Nicolai J.– Henrik Lando – Steen Thomsen [2000]: The Theory of Firm. in: Boudewijn Bouckaert – Gerrit De Geest (szerk.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Edward Elgar, Cheltenham 631-658

- Gonzalez-Diaz, Manuel – Luis Vazquez [2008]: Make-or-Buy Decisions: A New Institutional Economics Approach. in: Eric Brousseau – Jean-Michel Glachant (szerk.): *New Institutional Economics. A Guidebook*. Cambridge University Press, Cambridge, 255-271.
- Grossman, Sanford J. – Oliver D. Hart. [1986]: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *94 Journal of Political Economy* 691–719.
- Hansmann, Henry – Reinier Kraakman [2000]: The Essential Role of Organizational Law. *110 Yale Law Journal* 387–440;
- Hansmann, Henry – Reinier Kraakman – Richard Squire [2006]: Law and Rise of the Firm. *119 Harvard Law Review*. 1335-1404
- Hart, Oliver D. [1995/2006]: Vállalatok, szerződések, tőkeszerkezet. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Hart, Oliver D. – John Moore [1990]: Property Rights and the Nature of the Firm. *98 Journal of Political Economy* 1119–1158.
- Heide, Jan B. – George John. [1988]: The Role of Dependence Balancing in Safeguarding Transaction-Specific Assets. *52 Journal of Marketing* 20–35.
- Klein, Benjamin – Robert A. Crawford – Armen A. Alchian [1978]: Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *21 Journal of Law and Economics* 297–326.
- Klein, Peter G. [2008]: The Make-or-Buy Decisions: Lessons from Empirical Studies. in: Claude Ménard – Mary M. Shirley Springer (szerk.): *Handbook of New Institutional Economics*. Springer, Berlin 435-464
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Posner, Richard A. – Andrew M. Rosenfield [1977]: Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis. *6 Journal of Legal Studies* 83-118
- Stout, Lynn [2017]: The Economic Nature of the Corporation, in: Francesco Parisi (szerk.): *The Oxford Handbook of Law and Economics Volume 2: Private and Commercial Law*. Oxford University Press. Oxford 337-357
- Triantis, George G. [2002]: The Efficiency of Vague Contract Terms: A Response to the Schwartz-Scott Theory of U.C.C. Article 2. *62 Louisiana Law Review* 1065-1079
- Williamson, Oliver E. [1979/2007]: A tranzakciós költségek gazdaságtana: a szerződéses kapcsolatok szabályozása. *2 Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás* 235-255.
- Williamson, Oliver E. [1985]: *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press, New York, NY
- Williamson [1991]: Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *36 Administrative Science Quarterly* 269-296

FOGALMAK

Coase-tétel (gyenge)

Tranzakciós költség

Idioszinkratikus beruházás
Diszpozitív szabály
Hiányos szerződés
Opportunizmus
Bezárás [lock-in]
Akadályozás [hold-up]
Hirerarchia fogalma – utasítási jog
Morális kockázat
Erősebb és gyengébb ösztönzők
Ellenőrzésen és szankción alapuló rendszer

Csoportos termelés
A tulajdonos közgazdasági fogalma
Reziduális jog
Reziduális jövedelem
Befektetői és szerződési vállalatmodell
Közjóság-probléma, potyázás
Hatékony kockázatviselő
Utasítási jog – mint védelem a másik fél
opportunizmusa ellen

3. A HIERARCHIA MODELL KRITIKÁJA, ALTERNATÍV MAGYARÁZATOK

Valóban hierarchikus a társaságok működése? Mi a vállalat, ha a belső viszonyait nem a hierarchia határozza meg? A vállalat az egyetlen lehetőség, hogy a szerződéses kapcsolatok kudarcaira választ adjunk? Mik azok a – modern gazdaságban mind nagyobb teret kapó – hibrid működési formák? Mikor tekinthetjük a vállalatot és valamely partnerét egy egységnek, és mikor függetlennek egymástól?

Kétségtelen, hogy közgazdaságtanban a legbefolyásosabb vállalatelemélet a fenti hierarchia-modell. Ugyanakkor annak foglalkoztatás-központúsága, az a feltevés, hogy a vállalat megkülönböztető jellemzője a hierarchia (mert a piacon, a szerződéses viszonyok egyenrangúságon alapulnak) sok kritikát is szült. A legfontosabb ezek közül talán Armen Alchian és Harold Demsetz (Alchian – Demsetz [1972]), illetve Michael C. Jensen és William H. Meckling (Jensen – Meckling [1976]) nevéhez köthető modell, amely a vállalatok „belső működésében” nem sok specialitást lát. A vállalat és a munkavállalói kapcsolata ugyanúgy szerződéses alapra épül (igaz, más jogi szabályokon nyugvó szerződésekre), mint a beszállítókkal, alvállalkozókkal, vagy a vevőivel fennálló viszonya. A javaslatuk az, hogy lépünk túl a vállalat előző fejezetben látott klasszikus hierarchikus felfogásán.

A másik kritika arra hívja fel a figyelmet, hogy az előző fejezetben megismert érvelés csak két alternatívát lát: a (nagyon klasszikus módon felfogott) szerződést és hierarchikusan szervezett vállalatot. A valóságban e két póluson kívül sok köztes megoldást ismerünk. Éppen ezért a vállalat definíciója pontosabban a vállalat határainak meghatározása egyre nehezebbé válik. Napjainkban mind a társasági jog (az ún. tröszt-jog), mind a versenyjog, mind a munkajog, mind az adójog sokszor szembesül azzal, hogy az egyes vállalatok, gazdasági társaságok és partnereik között sok olyan kapcsolat van, amikor nehéz eldönteni, hogy független piaci szereplőkről van szó, vagy egy gazdasági egység különböző részlegeiként tekintünk rájuk.

Az első alfejezet a legfontosabb alternatív vállalatmodell, az ún. szerződések hálózata modelljének állításait, és hierarchia-moddal szembeni kritikáit foglalja össze röviden. A második alfejezet foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy a szerződések kudarcra miért nem jelenti azt, hogy automatikusan vállalatok jönnek létre – itt látjuk majd a hibrid formákat, illetve a gazdaságban nagy szerepet játszó nem jogi kapcsolatok modelljét. Az utolsó alfejezet exponálja a függetlenség kérdését: milyen olyan együttműködési formák vannak, amelyek nehezen illeszthetők be a vállalat klasszikus modelljébe – de a jognak mégis választ kell adni arra, hogy független szervezetnek, vagy a vállalat részének tekint-e a vállalattal ilyen formában kooperáló feleket.

3.1. A SZERZŐDÉSEK HÁLÓZATA MODELL

Ronald H. Coase és Olivier E. Williamson modellje arra épül, hogy a vállalati működés kulcsát jelentő munkaviszony jelentősen eltér az egyéb szerződésektől. Ugyanakkor ezt az éles különbségtételt többen megkérdőjelezik. Legszebben talán Armen Alchian és Harold Demsetz (Alchian – Demsetz [1972]) fogalmazza ezt meg – ez az ún. *szerződések hálózata modell*:

Ha azt mondjuk egy alkalmazottnak, hogy inkább ezt a levelet gépelje le ahelyett, hogy a dokumentumokat rendezgetné, az nagyon hasonlít ahhoz, amikor azt mondom a boltosnak, hogy inkább ezt a tonhalkonzervet adja el nekem ne azt a kenyeret. Nincs szerződés arra, hogy továbbra is ott fogok vásárolni, ahogy a munkaadó, a munkavállaló sincs a másikhoz kötve. Nem a munkaadó és a munkavállaló közötti hosszú távú szerződés az, amitől egy szervezetet vállalatnak hívunk. (p. 777)

Az utasítási jog túlmisztifikálásának vádja. A hierarchia-modell kritikájának kulcsa, hogy az utasítási jog nem is jelent olyan komoly eltérést a vállalaton kívüli, szerződéses viszonyoktól. Egyrészt az utasítási joghoz hasonló ex post döntési jogok a vállalaton kívüli szerződésekben is megjelennek. Másrészt, az utasítási jogot nem írhatjuk le úgy, mintha azokban a pontokban, amelyekben a szerződés lyukas, a felettes szabad kezet kapna: általában előre rögzíteni kell, hogy milyen helyzetben lehet utasítást adni, és gyakran azt is, hogy mi lehet, és mi nem lehet az utasítás.

Szerződések hálózata modell. Az ún. szerződések hálózata modell a vállalatban egyszerűen a különböző érintettek közötti implicit és explicit szerződések hálózatát látja. Eszerint a vállalat nem más, mint egy a jog által elismert egység, amely szerződéseket köthet. A munkavállalóval is, befektetővel is, menedzserrel is – akik a hierarchia modell szerint nem szerződéses viszonyban vannak, hanem a vállalat részei. E modell szerint a társaságok működését a jog elsősorban nem is azzal segítheti, hogy a hierarchikus viszonyok szabályait megfelelően alakítja ki, hanem azzal, ha megteremti a lehetőséget egy ilyen szerződőképes egység, a „vállalkozás” létrejöttére.¹⁸ Ez a „jogi személy”, ami a hatodik fejezet témája lesz.

3.2. EGYÉB IRÁNYÍTÁSI FORMÁK: A SZERZŐDÉSEN ÉS A HIERARCHIÁN KÍVÜLI ALTERNATÍVÁK

A hierarchia-modellt eddig úgy írtuk le (ez az eredeti felfogása), mint amely a szerződések és a vállalat, vagyis a hierarchikus működés között dichotóm viszonyt lát: ami nem szerződés, alvállalkozói viszony az a vállalat része, ami nem a vállalat része az szerződéses alapon működik. Szerződés alatt pedig (hallgatólagosan) ún. *klasszikus szerződést* értettünk. Ez olyan kölcsönösen kikényszeríthető ígéret, amikor *a felek a szerződés megkötésének pillanatában tudják, hogy mit vállalnak, mire lesz joguk és kötelezettségük.* Ezeket a jogokat és kötelezettségeket a szerződés és a diszpozitív szabályok tartalmazzák. Amennyiben pedig valaki eltér az ígéretétől, akkor ezt *a bíróság kikényszeríti* – vita esetén pedig *értelmezi is* a szerződést, az abból fakadó jogokat, kötelezettségeket. Azonban, ha minden olyan megoldást, ami nem felel meg ennek a szerződésnek már a vállalat részének tekintünk, akkor elfeledkezünk arról, hogy a valóságban létezik rengeteg más alternatíva is.

Olivier E. Williamson úgy fogalmaz, hogy a gazdaságban, a társadalomban a tranzakciók sokféleképp irányíthatóak – nem csak a klasszikus szerződés vagy a vállalat létrehozása a két lehetséges alternatíva. (Williamson [1979/2007]) Léteznek az ún. *hibrid* (vagy alternatív szerződéses) *megoldások* révén. Ezek közül Ian Macneil nyomán (McNeil [1974]) kettőt érdemes

¹⁸ A modell kritikája éppen ezért vitatja, hogy valódi vállalatelmélettel lenne dolgunk ebben az esetben – hiszen a vállalatból nem marad szervezet. (Hart [1989])

kiemelni: a neoklasszikus és a relációs szerződést. Ugyanakkor jogilag ezek is szerződéses megoldások, hiszen feltételezik, hogy a jogrendszer hajlandó őket kikényszeríteni. Amennyiben a bíróság erre nem hajlandó, vagy nem képes, akkor sem egyedül a vállalat marad, mint alternatíva. Sok esetet látunk, amikor a felek tranzakciókba kezdenek akkor is, ha nem áll azok mögött a jog kikényszerítő ereje.

3.2.1. Hibrid formák

Az ún. hibrid szerződési formák lényegét Eric Brousseau fogalmazza meg talán legfrappánsabban:

a legtöbb szerződés célja sokkal inkább a kapcsolat irányítási mechanizmusának megteremtése, és nem az, hogy ex ante megfogalmazzanak egy megfelelő ösztönző rendszert. (Brousseau [2008] 39.)

Ma már egyértelműbb, hogy a különböző megoldások közötti különbség nem az, hogy melyik mennyire teljes, hanem az, hogy mit tételeznek fel arról, hogy a felek képesek lesznek-e olyan koordinációs mechanizmust találni, amely a problémákat ex post hatékonyan megoldja. (Brousseau [2008] 40)

Természetesen, a különböző irányítási mechanizmusok adott szerződésen belül is keveredhetnek. Nem nehéz ugyanis belátni, hogy mindegyik megoldásnak megvannak a maga előnyei és hátrányai. A *tevékenységet túl sok esetre túl pontosan előíró, szabályozó* (túl szigorú, túl erős) szerződések esetén könnyen lehet, hogy a leírt megoldás nem lesz hatékony a közben kialakuló körülmények között. (Nem hatékony ebben az esetben – a Pareto-hatékonyság fogalmából kiindulva – azt jelenti, hogy az adott helyzetben lehetne úgy módosítani a szerződést, hogy az mindkét félnek jobb, előnyösebb lenne.) Ugyanakkor a *túl laza, sok mindent a későbbiekre hagyó szabályok* viszont kiszámíthatatlanok, ezért az idioszinkratikus beruházások ellen ösztönöznek. Ezt neveztem az előző fejezetben akadályozási problémának. Ráadásul a megoldás későbbi megtalálása (az újratárgyalás) mindig plusz tranzakciós költségekkel jár – a tárgyalási költségeket fedezni kell. Mielőtt azonban elkezdjük ezek elemzését, érdemes részletesebben kitérni(visszatérni) az ún. klasszikus szerződés esetére.

A klasszikus szerződés formái. A klasszikus szerződéseken belül a joggazdaságtan elkülönít két formát (Foss et al [2000], Brousseau [2008]) :

- a feladatmeghatározó szerződéseket és
- az ösztönző szerződéseket.

Az ún. *feladatmeghatározó szerződés* esetén (vagy a szerződésben, vagy a diszpozitív szabályokban) *előre adott, hogy melyik félnek mit kell majd nyújtania – ha pedig azt nem teljesíti, akkor a bíróság kikényszeríti azt.* Ezek minden lehetséges jövőbeli helyzetre szabályt adó szerződések [contingent-claims contracting]. (Milgrom – Roberts [2005] 182-183.)

Az ún. *ösztönző szerződések* kapcsán nem ilyen tiszta a kép. (Milgrom – Roberts [2005] 260-261.) Itt nem a két fél teendőit, hanem a *két fél szolgáltatása közötti viszonyt* szabályozza a szerződés: például

- ha az egyik fél többet szállít, akkor a másik többet fizet;

- ha az egyik fél korábban szállít, akkor a másik többet fizet;
- ha az egyik fél hajlandó határidő előtt teljesíteni (például fizetni), akkor a másik lemond az egyébként neki járó szolgáltatás (összeg) egy részéről, kedvezményt ad, stb..

Ezekben az esetekben általában az egyik fél megkapja a jogot, hogy döntsön (tipikusan: bizonyos korlátok között döntsön) a maga szolgáltatásáról (annak mennyiségéről, idejéről, minőségéről, stb.). A másik fél ellenszolgáltatása pedig ennek alapján számítható. Ez a „kiszolgáltatót” fél a magasabb ellenszolgáltatás ígéretével szeretné ösztönözni partnerét a gyorsabb, jobb, stb. teljesítésre.

Ezekben a klasszikus szerződésekben a felek *ex ante* megállapodásai és a diszpozitív szabályok pontosan leírják, hogy különböző helyzetekben ki mivel fog tartozni a másiknak. Azonban az ösztönző szerződések esetén már megjelenik annak az elemnek a csírája, ami a további szerződési formáknál, hibrid viszonyoknál központi jelentőséget kap: az egyik fél kötelességei és jogai előre nem adóttak, hanem az egy másik szereplő későbbi döntésétől függ.

Neoklasszikus szerződés – háromoldalú szabályozás. A neoklasszikus szerződés esetén a jog, a bíróság már nem tételezi fel, hogy a szerződés a diszpozitív szabályokkal együtt teljes. Éppen ezért nem egyszerűen annak kikényszerítése a feladata, hanem az, hogy *az ex ante nem szabályozott helyzeteket, konfliktusokat feloldja, a felmerült problémákra megoldást találjon.* Ha a jogrendszer felvállalja ezt a feladatot, akkor a felek támaszkodhatnak is erre. Nyitva hagyhatnak kérdéseket, bízva abban, hogy a megoldás megtalálására kijelölt szerv *ex post* jól (hatékonyan, igazságosan) fogja meghatározni az egyes felek kötelességeit és jogait. Ilyen problémamegoldó – a szerződést gyakorlatilag kiegészítő – szerv alapesetben a bíróság. Ha a jogrendszer nem vállalja fel ezt az *ex post* döntéshozó funkciót, vagy a felek valamiért nem bíznak benne, akkor mást bízhatnak meg az utólagos döntés meghozatalával. A szerződésben kijelölik azt a személyt, szervezetet, amely vita esetén döntést hozhat. Tipikusan ilyen a választott bíróság, valamilyen szakértő, kamara, vagy érdekvédelmi szerv, stb. – de lehet bárki, akit a felek a szerződésben erre a feladatra kijelölnek.

Azért nevezzük ezt háromoldalú szabályozásnak, mert a szerződéses kötelezettségek innentől nem csak a szerződést kötő két féltől függ, hanem abban – legalábbis ilyen konfliktusok esetén – szerepet kap egy harmadik fél is: akit a megoldás megtalálásával „megbíznak”.

Ezen neoklasszikus szerződések működését a jogrendszer elsősorban úgy tudja segíteni, ha maga a bíróság felvállalja, és jól el is látja ezt az utólagos döntéshozó funkciót, illetve, ha a felhatalmazás, felkérés alapján eljáró más személy döntését hajlandó kikényszeríteni, nem bírálja azt felül (mondjuk azért mert ő másképp oldotta volna fel a konfliktust).

Relációs szerződés – kétoldalú szabályozás. A másik Ian Macneil által bemutatott hibrid forma a kétoldalú irányítás. Alapesetben ilyenkor nem a harmadik fél hoz döntést, nem ő egészíti ki, módosítja a szerződést, hanem a *felek* maguk *találnak megoldást ex post.* A jog, a bíróság, vagyis a *harmadik fél* ennek a döntésnek a *megtalálásában segít* (például a felek közötti közvetítés, mediáció révén). A jogrendszer, a bíróság ezt az *ex post* döntést ismeri el, kényszeríti ki. Ezt a megoldást a felek (tipikusan) akkor választják a klasszikus szerződéssel, vagy a háromoldalú szabályozással szemben, ha attól félnek, hogy a külső fél nem fogja érteni a kapcsolatukat – mert annak jónéhány eleme nem bizonyítható.

Ezek gyakran (leggyakrabban) ún. *kapcsolati szerződések*, vagyis amikor a szerződő felek személye is fontos. A klasszikus és a neoklasszikus szerződések esetén a jogrendszer, a bíróság, a döntéshozó a partnereket egymástól függetlennek tekinti. Ott a bíróság a szerződést attól függetlenül vizsgálja, hogy konkrétan kik is az azt megkötő felek – az, hogy ki a konkrét szolgáltató, vagy megrendelő mellékes, amíg a szerződésből egyértelmű, hogy milyen jogaik és kötelességeik vannak. Kapcsolati szerződésnél azonban e nélkül nem egyértelmű, hogy ki mivel is tartozik. Minden szolgáltató és megrendelő esetében személyre szabott döntést kell hozni. Ezek a személyes (idioszinkratikus) viszonyok azonban nehezen bizonyíthatók.

Valószínűleg egy régóta létező szerződést a felek az évek alatt többször (legalább hallgatólagosan) módosítanak. Ezen módosítások közül van, ami belekerül az írott szerződésbe, de van, amit „csak” *gentlemen agreement* alapján tartanak be. Ezen utóbbiak ugyanúgy a kapcsolat részei, a felek ezeket is mérlegelik, de a külső fél nem feltétlenül ismerheti fel őket. Amennyiben ilyen elemek fontosak lehetnek, akkor a harmadik fél nem szívesen vállalja fel a döntést – hiszen nem tudhatja, hogy ki írja le jobban az ilyen hallgatólagos megállapodások tartalmát, és nagy eséllyel rossz döntéseket hozhat. Ezt a felek eleve felismehetik, és ebben az esetben nem is szívesen teszik ki magukat információhiánytól szenvedő harmadik fél döntésének, inkább azt foglalják szerződésbe, hogy vita esetén *milyen elvek szerint fognak döntést hozni*, milyen módszerrel fogják a konfliktust feloldani.

- Megállapodhatnak például abban, hogy konfliktus esetén egy érdekegyeztető testület hoznak létre (például paritásos alapon), vagy
- megtehetik, hogy „elosztják” a konfliktusokat, minden konfliktustípust valamelyik félhez rendelve – az ő egyoldalú döntési jogkörébe utalva azt. Ez utóbbi az *egyoldalú szerződésmódosítások* gyakorlata.¹⁹

Ezen szerződések működését a jogrendszer – a közvetítésen túl – elsősorban ugyanazzal segítheti, mint a neoklasszikus szerződésekét, amikor nem a bíróság a döntéshozó: az ilyen módon kialakuló megoldásokat kikényszeríti, nem bírálja felül.

A 3.2. ábra Ian Macneil szerződéselmélete és Olivier E. Williamson közgazdasági elmélete alapján egy egyszerű sémát mutat be arról, hogy különböző tranzakciók esetében mi a tipikus (véltetően leghatékonyabb) szerződéses forma – feltéve, hogy nem lehet teljes szerződést kötni, (és nem bízhatunk abban sem, hogy a másik nem lép fel opportunistá módon).

3.2. ábra: A kereskedelmi tranzakciók típusai és a hozzájuk tartozó irányítási struktúrák

		Beruházási jellemzők		
		Nem specifikus	Vegyes	Idioszinkratikus
Gyakoriság	Alkalmankénti	Piaci irányítás (klasszikus szerződés)	Háromoldalú szerződés (neoklasszikus szerződés)	
	Rendszeres		Kétoldalú irányítás*	Egyesített irányítás*

Kapcsolati szerződés*

Forrás: Williamson [1979/2007]

¹⁹ Ennek egyik változata, amikor minden döntést ugyanazon félnek adnak – természetesen ebbe a másik csak akkor egyezik bele, ha a szerződés ezzel együtt is megéri a számára.

3.2.2. A nem jogi kikényszerítésre épülő kapcsolatok

Az explicit szerződések (így a hibrid formák) definíciójában is szerepel, hogy azt a jogrendszer, a bíróság hajlandó és képes is kikényszeríteni. De erre nem mindig hajlandó – vagy nem mindig képes. Szerencsére, ha a bírósági, jogi szankcióktól nem is kell félni, sok más ok miatt is betarthatják ígéreteiket a felek. Ezen más kikényszerítési módok csoportosítására terjedt el a joggazdaságtani irodalomban Robert Ellickson nyomán (Ellickson [1991]) az a modell, amely a szerint sorolja be a megoldásokat, hogy *ki miatt* tartja be valaki az ígétét. Ennek alapján létezik

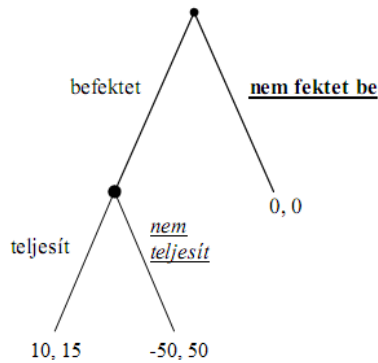
- az ún. *első fél általi kikényszerítés*, amikor azért cselekszik valaki így, mert a *saját maga számára fontos* az elvárásnak való megfelelés (ezt látjuk majd például az erkölcsösség példáján)
- az ún. *második fél általi kikényszerítés*, amikor azért tartja magát az elváráshoz, mert *annak a szankciójától tart, akinek a jogait megsértené*. (válaszlépéstől tart, vagy attól, hogy a másik visszamondhatja, másnak adhatja a későbbi megrendeléseit, rongálhatja a hírnevét stb.),
- az ún. *harmadik fél általi kikényszerítés*, amelyről pedig akkor beszélünk, amikor egy *külső szereplő szankcionál* (például a bíróság, de ilyen mechanizmus a reputáció is, amikor a potenciális üzleti partnerek részéről érkezik a szankció, vagy a csoportnyomás, amikor a csoporttagok részéről érkező szankció is).

Kikényszerítés fogalma. Az eddigiekben a kikényszerítést valahogy úgy fogtuk fel, hogy a bíróság ráveszi a teljesíteni nem akaró felet arra, hogy teljesítsen. Fontos kérdés azonban végiggondolni, hogyan éri ezt el. A legfontosabb kikényszerítési mód az, hogy szankcióval fenyegeti arra az esetre, ha nem teljesítené szerződéses ígétét. Ez a szankció fog teljesítésre ösztönözni. Erősebben vagy gyengébben – attól függően, hogy mi is ez a szankció, mekkora is ez.

A kikényszerítés mechanizmusát a legkönnyebben az ún. bizalmi játék példáján²⁰ érthetjük meg. A bizalmi játék lényege, hogy valakinek korábban kell teljesítenie. A kérdés: partnerét ezután mi tartja vissza attól, hogy megtagadja a teljesítést?

A bizalmi játékot, amikor az egyik fél vár a másikkra a legegyszerűbben a 3.3. ábrán szereplő döntési fával szemléltethetjük, oldhatjuk meg. A kiindulópontban (a felső pontban) a beruházó dönt, hogy odaadja-e a pénzt (beruház – ez a bal oldali ág), vagy nem (ez a jobb oldali ág). Ha odaadta a pénzt, akkor az ígéttevőnek, adósnak van két lehetősége: vagy teljesíti az ígétét (teljesít – bal oldali ág), vagy nem, hanem elmegy a pénzzel (jobb oldali ág). Minden lehetséges megoldáshoz *kifizetések* tartoznak: meg tudjuk adni, hogy adott végeredmény esetén a beruházó és az ígéttevő, adós milyen nyereséghez, többletkez jutott.

²⁰ Részletesebb leírásáért lásd Szalai [2013] 18-21.



3.3 ábra: Bizalmi játék, szerződés nélkül

Tegyük fel, hogy egy olyan szerződésről beszélünk, amikor az egyik fél egy beruházásra akarja rábeszélni a partnerét. 50-et kér tőle azt ígérve, hogy 60-at ad vissza. Természetesen, az üzleten ő is nyer – a beruházás nem 60-at hoz, hanem 75-öt, amiből tehát 15-öt megtarthat.

Ha megtörténik a beruházás és az ígéretet teljesítik, akkor a befektető 10-et, míg az ígérteveő 15-öt nyer. Ezt mutatja a bal oldali ágak alá írt 10, 15 számpár – az első az először döntő játékos (a befektető) kifizetése. Ha az adós eltűnik a befektetett pénzzel, akkor a kifizetés -50, 50. Ha nincs beruházás, akkor mind a két fél nyereménye, vagyis kifizetése 0.

A játékelmélet segítségével meghatározhatjuk, hogy mi lesz ennek a szituációnak a végeredménye. Intuíciónk az lehet: a beruházó nem fogja odaadni a pénzt, elmarad a beruházás. Induljunk alulról, és vizsgáljuk meg, hogy az egyes döntési szituációkban mit érdemes döntenie annak, aki a döntést meghozza! Ha az első játékos a bal oldali ágat választotta (vagyis a beruházó odaadta a pénzt), akkor a második játékos (az adós) választ a két alternatíva közül: azt amelyik számára kedvezőbb.

Ha tudjuk, hogy ekkor ő mit választana, akkor megvizsgálhatjuk, hogy mi a racionális döntés az első játékos részéről: beruházzon-e? Ő most már tudja, hogy mi történik, ha odaadja a pénzt. Most azt nézi, hogy ez a (most már biztosra vehető) kifizetés hogyan viszonyul ahhoz, ha nem fektet be. Bizalmi játék esetén ez utóbbi nyilvánvalóan a kedvezőbb az ő számára, vagyis nem fog beruházni.

A bizalmi játék szituáció problémája: amikor a befektető már odaadta a pénzét, akkor mi tartja vissza a partnerét attól, hogy teljesítés nélkül eltűnjön az 50-nel?

A teljesítés az adósnak 15, míg az „eltűnés” 50 nyereséget jelent. Ha az adott döntésnek nincs más hatása, csak a pénzügyi, akkor a racionális döntéshozó az utóbbit fogja választani.

Beruházzon-e az első játékos, racionális lépés lenne-e ez tőle? Most már tudjuk, hogy ha odaadja a pénzét az adós el fog tűnni vele, vagyis a kifizetése -50 lesz. Tehát, ha beruház, akkor 50-et bukik, ha nem, akkor nem veszít semmit, a kifizetése, nyeresége 0. Vagyis racionális befektető kerülni fogja a beruházást.

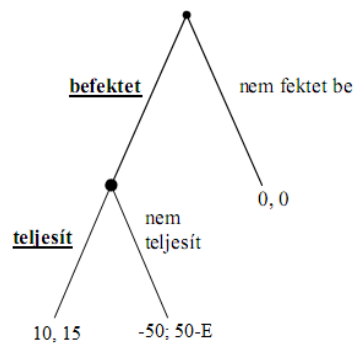
Amikor azt mondtam, hogy az ígérteveő, adós leléphet a pénzzel, akkor azt tételeztem fel, hogy az ő szerződéses ígérete nem kikényszeríthető. Amennyiben a bíróság kísérletet tesz az ígéret kikényszerítésére, akkor módosul a helyzet: kialakul a 3.4. ábrán látható helyzet.

Ezzel eljutottunk az ún. *időinkonzisztenciáig*. (Szalai [2013] 21, Brousseau [2008] 38.) Ennek lényege, hogy az adós, az ígérteveő véleménye alapvetően eltér ex ante és ex post – vagyis mielőtt megkapja és miután megkapja a pénzt. *Ex post* miután megkapta a beruházást, jobb neki, ha nem teljesít, ha nem lépnek fel vele szemben, és szabadon leléphet a pénzzel. Viszont

ennek az lesz a következménye, hogy nem történik beruházás. Holott ennél akkor is jobban járna, ha teljesítené az ígétét, és nem lépne (léphetne) le a pénzzel. *Ex ante*, vagyis a beruházó döntése előtt ezért abban lenne érdekelt, hogy elkötelezze magát a teljesítés mellett. Ekkor az ő érdeke is a kikényszerítés – ezért bíznak meg benne. Persze *ex post*, a beruházás után már mindent el fog követni, hogy a kikényszerítést elkerülje, és leléphessen a pénzzel.

De a kikényszerítés értelmezéséhez érdemes néhány félreértést eloszlatni. Először is, a kikényszerítés nem azt jelenti, hogy az adós nem léphet le a pénzzel – ezt továbbra is megteheti, csak akkor szankciókat fognak alkalmazni vele szemben. Ezt jelöli az 3.4. ábrán –E (negatív, mert ez veszteség).

Vegyünk egy nagyon gyenge szankciót először: a jogrendszer csak azt tudja elérni, hogy az adós, ha nem teljesít, akkor is adja vissza az 50-et, és ezen felül mondjuk további 1-et. Vagyis összesen fizessen 51-et. Vagyis a 3.4. ábrán E helyére 51-et kellene beírni, amit, ha kivonunk 50-ből, akkor –1-et kapunk.



3.4. ábra: Kikényszerítés bizalmi játékban

Ha ismét követjük az előző logikát, és megnézzük, hogy adott szituációban az adósnak, illetve a befektetőnek mi a legjobb döntése, akkor azt fogjuk látni, hogy a szankciótól függ, hogy a befektetés megtörténik-e. A kikényszerítés a nem-teljesítés hasznát csökkenti. Ha ez az alá a szint alá csökken, amit a teljesítéssel elérhetne, akkor nem fogja megszegni az ígétét. És ekkor a partnere is a befektetést fogja választani, hiszen most biztos lehet abban, hogy a beruházás ígért hozamát megkapja. Azonban, ha a bíróság nem jól méri fel a teljesítés hasznát az ígéttevő számára, akkor nem biztos, hogy sikerül rávenni a teljesítésre.

Vegyük észre: a kikényszerítés mindaddig sikeres, amíg a szankció nagyobb, mint 35 – ekkor az ígéttevő haszna 15 alá csökken.

De ezt a szintet a bíróság könnyen elvétheti. Ha például a teljesítés bruttó hozama (amiből az 60-at kifizeti) nem 75, hanem csak 70, akkor egy 36-os szankció – amit az 50-ből fizetne – már nem elég visszatartó erő, mert azt kifizetve 14-et tarthat meg, míg teljesítéskor csak 10-hez jutna. Többek között ezért is szokta a bíróság a fizetendő összeget ahhoz szabni, hogy mit ígért a jogosultnak – jelen esetben 60-hoz.

A bírósági kikényszerítés hiánya. Sok esetben a bíróság nem tudja kikényszeríteni az ígétet. Például nem tudja, hogy mit is kellene kikényszeríteni, nem ismeri a tényeket, a felperes nem tudja bizonyítani, hogy a másik megszegte az ígétét (pedig megszegte), stb.. Vagy a bíróság a kirótt szankciót nem tudja végrehajtani (például az adóson nem lehet behajtani azt az összeget, amit a bíróság kiró rá). Ha azt gondoljuk, hogy az ígétek kikényszerítésére csak a

bíróság, a jogi értelemben vett szerződés képes, akkor ezekben az esetekben visszaállna a 3.3. ábrán látott állapot – és az ígértevéő megszegné az ígéletét, a másik nem kötne szerződést.

De ez tévedés! A gazdasági-társadalmi életben ugyanis több alternatív kikényszerítési technika ismert. Ezek között vannak illegálisak (például, ha verőlegényekkel hajtattja be a befektető a másik fél ígéletét) és vannak legálisak. Itt ez utóbbiak közül mutatok be négyet: (i) az erkölcsi és a társadalmi normák kikényszerítő erejét, (ii) a viszony tartósságának, a szerződés ismétlődésének esélyét, (iii) a hírnév szerepét, és (iv) a biztosítékadást.

Erkölcösség, társadalmi normák. Amennyiben az adós „erkölcsös”, akkor az ígéletesség értékelésekor nem csak az anyagi hasznokat és kiadásokat fogja értékelni, hanem azt is számításba veszi, hogy *utána milyen lesz a lelkiismerete.* (Szalai [2013] 25-26.) A lelkiismeretfurdalás a közgazdaságtan számára költség, többletteleher. Ebben az esetben a 3.4. ábrán az *E*: a lelkiismeretfurdalásnak a nagyságától függ

Szorosan összefügg – pontosabban empirikusan nehezen választható el – a morális költségtől az ún. *csoportnyomás, a társadalmi normák hatása.* Ilyenkor nem azért tartjuk be az erkölcsi szabályt, mert a saját lelkiismeretünkötől „félünk”, hanem azért mert tudjuk, hogy egy számunkra fontos *csoport tagjai fognak minket kevésbé becsülni* – valamilyen módon szankcionálni. A két mechanizmus azért választható szét nehezen, mert nehezen dönthető el, hogy valaki azért tartja be az erkölcsi szabályokat, mert a lelkiismerete nem engedi, vagy azért, mert a csoport büntetésétől tart.

A probléma ezzel az erkölcsi, társadalmi megoldással az, hogy nem tudhatjuk, mekkora a másik fél számára ennek az erkölcsi kárnak (a rossz lelkiismeretnek) az értéke. Az üzleti életben éppen ezért gyakori, hogy a befektető a partnerének a magánéletéről, nem üzleti ügyeiről is informálódni akar. Ebből ugyanis erre a visszatartó erőre, az erkölcsi kényszer, a társadalmi normák erejére is következtethet.

Ismétlődés. Elképzelhető az is, hogy az ígéletét megszegő felet maga az üzleti partnere bünteti meg. Ennek legjobb példája a hosszútávú üzleti kapcsolatok (vagy szerződések), az ismétlődő szerződések esete: az ígélettevéő azzal számol, hogy *ígéletének megszegése esetén további üzletektől eshet el (vagy a szerződést nem hosszabbítják meg, felmondják).* (Milgrom – Roberts [2005] 353-354., Cooter – Ulen [2005] 51-52, 245-249) Vizsgáljuk csak a legegyszerűbb lehetőséget: tegyük fel, hogy ha valaki az ígéletét egyszer megszegi, akkor soha többet nem üzletel vele a partnere! Ígéletesség esetén ugyan megtarthatja a hasznot, de soha többet nem húz hasznot a kooperációból. Nem nehéz belátni, hogy ebben a helyzetben a beruházónak nem feltétlenül éri meg az ígéletét megszegni, de amennyiben a további üzleti lehetőségeinek jelenértéke a mostani ígélet megszegéséből fakadó hasznot meghaladja, akkor az ígélet megszegése kifejezetten rossz döntés lenne.²¹

Az ismétlődő üzletek egyik legfontosabb problémája az ún. *utolsó játék probléma.* *Ha pontosan tudjuk azt, hogy hányszor ismétlődik a kooperáció, akkor a szerződésességét nem tudjuk elkerülni.* (Milgrom – Roberts [2005] 357-358., Cooter – Ulen [2005] 249-250.) Tegyük fel, hogy tudjuk: pontosan 10 üzletet fogunk a továbbiakban kötni. Mi akadályozná meg az adóst abban,

²¹ Gyakorlatilag a matematikai modell ugyanaz, mint az 3.4. ábrán bemutatott modell, csak itt a többletszankció, amit a szerződést megszegő fél elszenved, nem valamiféle „lelkiismereti költség”, hanem a későbbi elmaradt haszon. E nem az erkölcsi költséget jelöli, hanem a későbbi üzletekből származó haszon jelenértékét.

hogy a 10. üzletben lelépjen a pénzzel? Nincs a továbbiakban olyan haszon, ami visszatarthatná. Viszont, ha a befektető tudja, hogy a tizedik ígétet az adós megszegi, akkor a tizedik (utolsó) alkalommal nem ruház be – vagyis a tizedik üzlet bizonyosan nem jön létre. Akkor viszont a kilencedik lesz az utolsó üzlet: az adós is tudja, hogy nyugodtan megszegheti az ígétet (már nem kockáztatja a tizediket, hisz az így is, úgy is elmarad). Viszont a befektető sem ruház be. És akkor a nyolcadik lesz az utolsó üzlet. És így tovább. Szélsőséges esetben el sem indul a játék, a kooperáció.

Hírnév. Amikor az ismétlődő szerződések mechanizmusa, az utolsó játék problémája miatt nem segít, akkor még mindig ösztönözhet a teljesítésre a hírnév vagy a reputáció. Ugyan az adott partnerrel a viszony véget ér, viszont *szeretnénk másokkal is együttműködni, kooperálni.* Nekik is bízniuk kell az ígéréteinkben. Ha ezek a potenciális partnerek tökéletesen tájékozottak arról, hogy az adós megtartotta-e korábbi ígéréteit, akkor ismét előállhat egy olyan helyzet, mint előbb: egyetlen megszegett ígétet minden további üzletet ellehetetlenítene. A megfelelő ösztönzés tehát csak azon múlik, hogy a befektetők mennyi információval rendelkeznek. Ha a reputációs mechanizmus jól működik, ha az ígétet megszegése nem marad titokban, akkor az ígétet nem (kevésbé) éri meg megszegni.²² (Klein – Leffler [1981], Milgrom – Roberts [2005] 349-354., Klein [2008] 452)

Sok piacon a szereplők tudatosan építenek ki ilyen reputációs-információs rendszereket:

- a bankok az ügyfeleikről BAR-listát tarthatnak fenn, amelyből megtudható, ha az adós korábban már megszegte fizetési ígétetét.
- sok gazdasági kamara nyújt információt tagjainak a piacon jelenlévő többi félről.

Biztosíték – idioszinkratikus beruházás. Amennyiben nem is bízhatunk abban, hogy partnerünket a jogi szankció, az etikai szempontok (vagy valamiféle csoportnyomás), az ismétlődő üzletek lehetősége, vagy éppen a jó hírnév védelme rá tudja venni az ígétet teljesítésére, még akkor is marad egy nagyon fontos eszköz a kezünkben: a biztosíték. Ez – *legegyszerűbb formájában* – valami olyan *dolog, amit kézhez kapunk, és csak akkor adjuk vissza, ha az ígétet a partnerünk valóban be is tartotta.*

Az üzleti viszonyok esetében ilyen biztosítékokat nem csak úgy tudunk szerezni, ha a másik átadja valamely tulajdonát (bár az is a szerződési jog fontos eleme, például a zálogjog esetén), hanem akkor is, ha *a másik félnek ún. specifikus (idioszinkratikus) beruházást* kell végrehajtania – elérhetjük, hogy sokat veszítsen az ígétet megszegésén. (Friedman [2001] 178-179, Cooter – Ulen [2005] 250.) Láttuk ennek példáját az előző fejezetben: a felek rá akarják venni partnerüket idioszinkratikus beruházásokra – mert ez biztosíték is a számukra.

3.3. A VÁLLALAT ELMOSÓDÓ HATÁRAI, JOGI DILEMMÁK

A jogrendszernek választ kell találnia arra, hogy mik azok a feltételek, amelyek megléte esetén függetlennek és mik azok, amelyek esetén egyetlen szervezet „függő részeinek” tekinti az egymással együttműködő feleket. A hibrid szerződések és a nemjogi kikényszerítések világában

²² Érdemes itt utalni arra, hogy ez a mechanizmus sem véd tökéletesen az ún. utolsó játék problémával szemben. Ha az építész tudja, hogy az adott üzlet az utolsó üzlete és utána elhagyja a piacot, akkor a rossz hírnév már nem okoz többletköltséget neki, emiatt nem veszít el új üzletet. (Cullis – Jones [2003] 159.)

ez közel sem egyértelmű. Az ilyen bonyolult viszonyokra három példa szerepel csak itt – de a későbbiekben ez a kérdés is többször visszatér majd a kötetben.

Hosszútávú, egyoldalú szerződések. Gyakori, hogy egy-egy független cég valamilyen hosszútávú szolgáltatási, beszállítói szerződés alapján egyetlen nagyobb vevőt szolgál ki, (Független cég alatt értve most azt, hogy nem az üzleti partner hozta létre önálló „leányvállalatként”; alapítóként, tagként, „tulajdonosként” nincs befolyása a vállalatvezetés döntéseire.) Ezek a szerződések gyakran hibrid formát is öltenek – sok kérdést bízva az ex post szerződésmentesmentre; sokszor kifejezetten az egyik fél egyoldalú szerződésmódosítási jogát kikötve.

A magyar jogban például elképzelhető, hogy megbízási szerződésbe (Ptk. 6:272-280.§) is kerülnek a felek egymással. Ilyenkor a megbízott nem a – tevékenységgel elérhető – eredmény megvalósítását vállalja (ez lenne az ún. eredménykötelem), mint a vállalkozási szerződés esetén (Ptk. 6:238-271.§), hanem a rábízott feladat ellátását, beleértve – a Ptk. 6:273.§ (1) bekezdés értelmében – azt is, hogy követi a megbízó utasításait.

Kizárólagos szerződések. A hosszútávú, „egyoldalú” szerződés esetén a vevő nem feltétlenül ragaszkodott ahhoz, hogy *a beszállító csak őt szolgálja ki*. Vannak azonban olyan szerződések, amikor ezt kifejezetten ki is kötik. Gondoljunk például egy márkakereskedőre, márkaszervizre, amikor az autógyár kiköti, hogy a kereskedő, vagy a szerviz csak az ő autóival foglalkozhat. De az exkluzivitás „fordított” is lehet: a kereskedő, a szerviz is kizárólagos jogot köthet ki – mondjuk arra, hogy meghatározott földrajzi régióban ő lesz az egyetlen kereskedő, szerviz. (A kettő együtt is jelentkezhethet, de az is lehet, hogy csak az egyik oldalról áll fenn az exkluzivitás.) (Klein [2008] 448.)

Franchise. Ez egy olyan szerződéses viszony, amikor egy „lánc” (áruházlánc, gyorsétteremlánc, stb.) úgy működik, hogy nem ő tartja fenn a boltjait, hanem tőle független vállalkozásoknak ad engedélyt ezek megnyitására. Ez az engedély általában szigorúan előírja a működés feltételeit. Ezek a feltételek roppant részletesek is lehetnek, kiterjedhetnek arra is, hogy a franchiseba vevő kikkel léphet szerződéses kapcsolatba (például egyes szolgáltatásokat, nyersanyagokat honnan kell beszereznie) bizonyos funkcióit (például árukihelyezés, takarítás) hogyan kell ellátnia, szerveznie. Ezen feltételek megszegése esetén a franchise-ba adó az engedélyt könnyedén, komolyabb szankció nélkül visszavonhatja. (Dnes [1996], Lafontaine – Slade [1997], Lafontaine – Raynaud [2002], Klein [2008] 448)

Jogi dilemmák. Nem ritka, hogy az egyes jogterületek ugyanazt a viszonyt eltérően ítélik meg. Vannak olyan formák, amiben az adójog függetlennek látja a feleket, és ezért a közöttük folyó tranzakciókra olyan adókat vet ki, amelyek vállalaton belüli tranzakciókat nem terhelne. Ezzel szemben a munkajog függőségi viszonyt lát és ezért védi a „munkavállalót”, és a versenyjog is úgy számolja a cég piaci erejét, hogy egy vállalat részének tekinti a feleket.

3.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

Ez a fejezet is a szerződések működési problémáival foglalkozott, annak egy-két kulcskérdésére koncentrálna. Ilyen a kikényszerítés jelentése, amelynek közgazdasági lényege nem az, hogy döntési alternatívákat (e fejezet szempontjából a legfontosabb: a szerződésszegés) tesz lehetetlenné, hanem csak az, hogy azokhoz szankciókat rendel – és ezzel azok választása ellen

ösztönöz. Erősebben, vagy gyengébben. Ilyen kikényszerítést (szankciót) nem csak a jogrendszer alkalmaz, a jogi kikényszerítésnek több alternatívája van – az erkölcsi (törvénykövetésre sarkalló) motiváció, a hosszabb távú kapcsolat felszámolásától (az újabb lehetőségek elvesztésétől) való félelem, a hírnév féltése, vagy a szerződés érdekében tett beruházások, biztosítékok védelme.

Hasonlóképp több alternatívát láttunk arra is, amit az előző fejezetben még egyszerű dichotómiaként írtam le: valami nem csak szerződéses kötelezettség, vagy – elsősorban munkaviszonyban érvényesülő – hierarchikus viszony lehet, hanem sok köztes, hibrid megoldást is találunk, amelyeket a gazdaság, a társadalom tagjai szintén választhatnak, amikor a kooperációjuk jogi kereteit keresik. Ide sorolható az ösztönző szerződésektől, az erősen hierarchikus elemeket is tartalmazó relációs szerződésektől sokféle irányítási forma.

Ezen alternatívák olyan sokrétűek, hogy akár már az is megkérdőjelezhető, hogy szükség van-e a gazdasági szervezetek belső viszonyainak leírásához a hierarchia fogalmára, vagy elég, ha a vállalatokban csak implicit vagy explicit (esetleg hosszútávú, esetleg kizárólagos) szerződések hálózatát látjuk.

IRODALOMJEGYZÉK

Alchian, Armen – Harold Demsetz. [1972]: Production, Information Costs, and Economic Organization, *62 American Economic Review* 772–795.

Brousseau, Eric [2008]: Contracts: From Bilateral Sets of Incentives to the Multi-Level Governance of Relations. in: 37-66.

Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest

Dnes, Anthony [1996]: The Economic Analysis of Franchise Contracts. *152 Journal of Institutional and Theoretical Economics* 297–324.

Ellickson, Robert C. [1991]: *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

Foss, Nicolai J.– Henrik Lando – Steen Thomsen [2000]: The Theory of Firm. in Boudewijn Bouckaert – Gerrit De Geest (szerk.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Edward Elgar, Cheltenham 631-658

Friedman David D. [2001] *Law's Order: What Economics Has to Do with Law and Why It Matters*. Princeton University Press, Princeton, NJ

Gonzalez-Diaz, Manuel – Luis Vazquez [2008] Make-or-Buy Decisions: A New Institutional Economics Approach. in: Eric Brousseau – Jean-Michel Glachant (szerk.): *New Institutional Economics. A Guidebook*. Cambridge University Press, Cambridge, 255-271.

Hart, Oliver D. [1989]: An Economist's Perspective on the Theory of the Firm 89 *Columbia Law Review* 1757-1774.

Agency Costs, and Ownership Structure. *3 Journal of Financial Economics* 305-360.

- Klein, Benjamin – Keith Leffler [1981]: The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. *89 Journal of Political Economy* 615–641.
- Klein, Peter G. [2008]: The Make-or-Buy Decisions: Lessons from Empirical Studies. in: Claude Ménard – Mary M. Shirley Springer (szerk.): *Handbook of New Institutional Economics*. Springer, Berlin 435-464
- Lafontaine, Francine – Emmanuel Raynaud [2002] The Role of Residual Claims and Self-Enforcement in Franchise Contracting. NBER Working Paper 8868.
- Lafontaine, Francine – Margaret Slade [1997]: Retail Contracting: Theory and Practice. *45 Journal of Industrial Economics* 1–25.
- Macneil, Ian R. [1974], The Many Futures of Contract. *67 Southern California Law Review*, 691-816.
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Stout, Lynn [2017]: The Economic Nature of the Corporation, in: Francesco Parisi (szerk.): *The Oxford Handbook of Law and Economics Volume 2: Private and Commercial Law*. Oxford University Press. Oxford 337-357
- Szalai Ákos [2013]: *A magyar szerződési jog gazdasági elemzése*. L'Harmattan – Széchenyi István Szakkollégium, Budapest
- Williamson, Oliver E. [1979/2007]: A tranzakciós költségek gazdaságtana: a szerződéses kapcsolatok szabályozása. *2 Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás* 235-255.

FOGALMAK

Szerződések hálózata modell	Kikényszerítés jelentése
Klasszikus szerződés	Erkölcsei kényszer
Feladatmeghatározó szerződés	Csoportnyomás
Ösztönző szerződés	Ismétlődés
Neoklasszikus szerződés - háromoldalú szabályozás	Utolsó játék problémája
Első, második és harmadik személy általi kikényszerítés	Hírnév – reputációs mechanizmus
Relációs szerződés	Biztosítékok
Bizalmi játék	Hosszútávú szerződések
Időinkonzisztencia	Kizárólagos szerződések
	Franchise

FÜGGELÉK: NEM JOGGAZDASÁGTANI MAGYARÁZATOK

Az eddigiekben a joggazdaságtani irodalomban megjelenő magyarázatokat láttuk. Ilyen az előző fejezetben látott hierarchia-modell, ilyen a szerződések hálózata modell, és ilyen az egyéb alternatív szerződésmenedzsment formákat is számba vevő modell is. A közgazdaságtan más iskoláiban azonban a vállalatok növekedésével, a házon belültre vonással, vagy kiszervezéssel kapcsolatos más magyarázatok is megjelennek. Ez a függelék ezek közül ötöt vesz számba: (i) a technológiai magyarázatot, (ii) a skálahozadék érvét, (iii) a piaci erő fokozására hivatkozó

érveket, (iv) az információszivárgás problémáját és (v) a kormányzat magánosításának – politikai gazdaságtanra támaszkodó – érvét.

Minden magyarázat kapcsán először a fogalom definícióját látjuk majd, illetve azt, hogy ez miért magyarázná a különböző feladatokat házon belülré vonását. Ezt követi minden esetben a kritika.

1. Technológiai hatás

Egy lehetséges magyarázat a vállalatok létrejöttére, nagyságára, hogy az egymással technológiailag szorosan összefüggő, egymástól függő tevékenységeket érdemes egy vállalatba szervezni. Ha nagyon szoros a technológiai kapcsolat az input és az output között, vagy a különböző inputok, szolgáltatások, félkésztermékek, stb. között, akkor a koordináció elősegítése érdekében az összekapcsolódó folyamatokat jobb egy helyen tartani. (Gonzalez-Diaz – Vazquez [2008] 265.)

Láttuk, hogy ez a technológiai kapcsolat magyarázhatja az idioszinkratikus költségek magas szintjét is. A technológiai hatás ezen a magyarázaton azonban túllép: a fő állítása az, hogy akkor is házon belüli előállítás indokolt, ha nincs jelentős idioszinkratikus beruházás.

Kritikája. A kritika azt emeli ki, hogy önmagában a technológiai hatás csak erős koordinációt követel meg – például azt, hogy a kapcsolódó tevékenységek lehetőleg egy helyen legyenek. De azt nem, hogy egy vállalatba is vonjuk őket össze – különösen, ha tekintettel vagyunk a klasszikus szerződésen túli, ebben a fejezetben látott egyéb irányítási, koordinációs, szerződésmenedzsment formákra is. (González-Díaz – Vázquez [2008] 265)

Nyilvánvaló például a technológiai kapcsolat a vasúti sín és a sínen futó szerelvény között, mégis a legtöbb országban szétválik a két cég. Ahogy a villamosenergiát termelő, az azt szállító (pl. nagyfeszültségű távvezeték fenntartó) és a fogyasztókat kiszolgáló funkció között – mégsem ugyanaz a vállalat látja el mindegyiket.

2. Skáláhozadék

A klasszikus (Coase által kritizált) közgazdaságtani modellekben egy vállalat méretét talán elsősorban a skáláhozadék magyarázza. (Milgrom – Roberts [2005] 146-148., Gonzalez-Diaz – Vazquez [2008] 265-266.) Skáláhozadékról akkor beszélünk, amikor *a termelés növelésével az átlagköltség csökken*. Ez – a gyakori félreértéssel szemben – nem minden termelés esetén, pontosabban nem minden termelési mennyiség esetén igaz. A közgazdaságtan – empirikusan megtámogatott – feltevése szerint, ugyan minden termék esetén jelentkezik ez a skáláhozadék, de csak egy adott termelési mennyiségig. A legtöbb termék esetén a termelés már nem ezen szint alatt történik, vagyis olyan mennyiséget kell belőle nyújtani, amikor a volumen növelése már emeli az átlagköltséget.

A skáláhozadék alapvetően akkor jelentkezik, ha a termelés elindítása jelentős beruházást követel. Természetesen, minél inkább nő a termelés, annál többfelé oszlik ez – úgy csökken az egy egységre jutó (átlagos) összeg. Viszont ezen induló költségen túl, a többi költség (az ún.

változó-költség) általában már viszonylag alacsony termelési szinttől kezdve nő.²³ A skáláhozadék addig tart, amíg a kezdeti beruházási költség szétterítésének átlagköltségcsökkentő hatása az erősebb, nem ezen költségek növekedése.

A skáláhozadék, mint a vállalat kialakulására ható tényező. A skáláhozadék léte egyszerre támasztja alá a szervezetek növekedését, és a szerződéses tranzakciók létét – pontosabban, e szerint a modell szerint utóbbiak teszik lehetővé a vállalatok növekedését. A logika az, hogy egy-egy funkció házon belüli előállításra olyan nagyságú induló beruházásokat követelne, amit a saját felhasználás nem mindig tud „kitermelni”. Ezért érdemes a termékeket, szolgáltatásokat inkább piacon megszerezni – olyan szereplőtől, aki több vevő igényét kiszolgálva, nagyobb mennyiségben (ezért alacsonyabb költséggel) állítja elő azokat.

Kritika. A joggazdaságtan kritikája azt a kérdést teszi fel: mi történik akkor, ha adott cég számára komoly tranzakciós költségeket jelent egy ilyen szolgáltatás külső beszerzése? Érdemes ekkor is az olcsó (és nagy) beszállítót megbízni, ahogy a skáláhozadék elve mondja? Ezzel szemben roppant gyakori, hogy ilyenkor az adott cég mégis házon belüli előállításba kezd – hiába magas a szükséges induló beruházás költsége, hiába igaz, hogy messze nem „termeli ki” azt a vállalatnak szükséges mennyiség. Igaz, úgy teszi ezt, hogy a termelést nem állítja meg azon a szinten, amit a saját igényei igazolnak, hanem e fölé megy, és a felesleget megpróbálja a piacon eladni. Azért bővíti a vállalat portfólióját, azért lép új termékkel piacra, mert a tranzakciós költségek miatt nem tudta szerződéses alapon kielégíteni a saját szükségleteit.

3. Piaci erő fokozása

Piaci erő alatt a közgazdaságtan azt a helyzetet érti, amikor *egy adott szolgáltató – mivel kevés a versenytársa – képes befolyásolni a piaci árat.* Azért teheti ezt, mert egy áremelésre nem (vagy csak gyengén) reagálnak a vevők: nem hagyják el a vállalatot, vagy csak egy kis részük. Általában igaz, hogy minél erősebb a verseny a piacon, annál kevésbé engedheti meg magának egy szolgáltató az áremelkedést, mert az sok vevőt kerget a konkurenciához. A teljesen kompetitív piacon egy termelő nem is emelhetne egy fillért sem az árakon: ha megtenné, akkor azonnal elveszítené az összes vevőt, mert azok az árat nem emelő versenytársakhoz pártolnának.

Viszont, ha egy vállalat növekszik, felvásárolja a versenytársait, akkor – tipikus esetben – csökken a verseny. Ha csökken a verseny, akkor kevesebb vevője megy át a versenytárshoz egy-egy áremelés miatt. A nagyobb cégek nyugodtabban emelhetnek árakat (ők is veszítenek emiatt ugyan vevőket, de lényegesen kevesebbet, mint egy piaci versenynek jobban kitett cég.) Éppen ezért a vállalatok a növekedésben lesznek érdekeltek.

Kritika. A vállalatok növekedésének ezen magyarázata kapcsán a fő kritika az, hogy nem világos: a piaci erő növeléséhez miért kellene a vállalatoknak növekedniük. Miért ne elég, ha koordinálják a tevékenységüket, és úgy lépnek (egyszerre) mintha egy vállalat lennének. Vegyük észre, ha valaki felvásárolja az összes versenytársát majd 50%-os áremelést hajt végre

²³ Alapvetően azért, mert amennyiben minőségi eltérés van munkavállalók, beszállítók, nyersanyagok között, akkor egy racionális termelő először a jó minőséget alkalmazza, és amikor abból kifogy, akkor tér át a rosszabbra. A rosszabb inputokkal viszont ugyanazt a termelést, csak több erőforrás segítségével lehet előállítani, vagyis nő az egy termékegységre jutó ilyen költség.

az a fogyasztók szempontjából ugyanúgy hat, mint ha nem történe felvásárlás csak az összes piaci szereplő egyszerre 50%-kal megemelné az árait. Nincs szükség felvásárlásra, elég egy szerződés arról, hogy egyforma mértékben emelik az áraikat. Vagyis a kulcskérdés ismét az, hogy miért nem lehet ezt szerződéses alapon elérni? Erre viszont nem a piaci erő modellje ad választ, hanem a magas tranzakciós költség. Például, ha az ebben a fejezetben látott szerződésmenedzsment technikákon keresztül elérhető, hogy mindenki betartsa az ígérését, akkor semmi szükség a felvásárlásra, a hierarchia növekedéséből fakadó, az első fejezetben látott problémákra. (Az irodalom általában az ilyen árrögzítő megállapodások sérülékenységeivel magyarázza a vállalatok növekedését – mondván: minden az árrögzítést elfogadó cég az árszinttől való eltérésben, az egyoldalú, és a többi cég előtt rejtve maradó árcsökkenésben lenne érdekelt. Ez az érv azonban már maga is a szerződések kudarcát állítja a középpontba: a felek nem tudják betartatni, kikényszeríteni az ilyen árrögzítő megállapodásokat.)²⁴

4. Információ-szivárgás elleni védelem

Egy vállalat versenyképességének egyik legfontosabb forrása a tudás, az információ. Az információ arról, hogy mit, hogyan szokott csinálni, honnan szerzi be az alapanyagokat, milyen technológiát használ, stb.. Ezek teszik egyedivé a piacon. Az információkat nyilvánvalóan védi is. (Segít ebben a jog is – a „szellemi tulajdont” védő intézményeket tart fenn, például a szabadalmat, vagy a szerzői jogot.)

Egy-egy üzleti, szerződési partner a kooperáció során, nyilvánvalóan, megismeri ugyan ezen információk jó részét, de a szerződések védekezni próbálnak az ellen, hogy ezen információkat továbbadják a versenytársaknak (például, ha a későbbiekben azokkal kezd üzletelni). Ez ellen hierarchikus viszonyban nyilvánvalóan egyszerűbb védekezni, mint szerződéses viszonyban. A szerződések ugyan sokszor komoly szankciókkal fenyegetik a partnert, ha kiszivároztatja ezeket az üzleti titkokat, de teljes védelmet csak az nyújthatna, ha meg lehetne tiltani, hogy az információt megszerző fél a jövőben a versenytársakkal is üzleteljen.

Kritika. A fő ellenérv az, hogy a hierarchikus viszony is csak időleges, ahogy a szerződéses viszony is.. Még az is lehet, hogy rövidebb ideig áll csak fenn, mint egy szerződés. És ha egy munkavállaló hagyja ott a céget, akkor ugyanúgy elmehet versenytárhoz dolgozni, ahogy a szerződési partner is elkezdhetett egy versenytárral üzletelni. Innentől a szerződések hálózata kapcsán látott dilemma merül fel: nincs minőségi különbség (az információ-védelem szempontjából) a különböző szerződési típusok és a munkaviszony között. A kérdés az, hogy a munkaszerződés és az alternatív szerződések közül adott esetben melyik garantál erősebb és melyik gyengébb védelmet az információknak.

5. Magánosított kormányzat

Ezen érv szerint a vállalatok létrejötte mögött nem közgazdaságtani, hanem „politikai” okokat kell keresni. A vállalatok azért jönnek, jöhetnek csak létre, mert a kormányzat lehetővé teszi

²⁴ Ráadásul a versenyjog is erősebben fellép a felvásárlás, a fúzió ellen, mint a szerződéses koordináció ellen. A fúzió gyakran előzetes engedélyhez kötött, míg a szerződések (ún. kartellek) ellen csak akkor lép fel, ha az bizonyítható. Márpedig ez nehezen bizonyítható – különösen, ha hallgatólagos megállapodásokra, a felek közötti hosszútávú kapcsolatokra, vagy az adott piacon működő reputációs mechanizmusokra épül.

ezt a számukra. (Stout [2017] 249.) Felveszi őket a cégjegyzékbe, elismeri a létüket, stb. Ezért aztán azt kell megértenünk, hogy miért hozza létre őket a kormányzat, a politika. A magánosítás érve szerint elsősorban azért, mert ennek révén próbál bizonyos egyébként a kormányzatot terhelő funkciókat megoldani: a vállalatoktól várja el, hogy segítsék azok ellátását.

Kritika. A kritika szerint ez az érv tévedésen alapszik: a vállalatokat nem a kormányzat hozza létre. Pontosabban, ha ma ez is történik – több olyan ok miatt, amiket a későbbi fejezetekben látunk majd –, akkor is nagyon kevés olyan eleme van a társasági működésnek, ami a kormányzat jóváhagyása, segítsége nélkül nem lenne megteremthető. Épp ezzel kezdtük az előző fejezetet: egy egyéni vállalkozó majd mindent meg tudna tenni, amit egy vállalat. Ha pedig így van, akkor nem a politika, a kormányzat jóváhagyására kell magyarázatot találni, hanem arra, amivel az eddigiekben próbálkoztunk: arra, hogy a menedzser miért hozza azt létre, a munkavállalók miért adják fel a szerződéses, beszállítói státuszukat, a tag miért akar befektetni a társaságba.

4. A HIERARCHIA KÖZGAZDASÁGTANA – A MUNKAVISZONY PÉLDÁJA

Van-e különbség a munkaviszony és a szerződéses (beszállítói és vevői) viszony között? Miért szabályozza másképp ezeket a jogrendszer – hatékony-e, hogy másképp szabályozza? Milyen hatásai vannak, ha a jogrendszer kógens szabállyal tilt, vagy kötelezővé tesz valamit? Hogyan hat a jogkövetésre, ha a jogsértés szankciója, vagy a látencia változik? Miképpen küzdhetünk a morális kockázat ellen? Hogyan változnak az ösztönző hatások, ha nem racionális, hanem csak korlátozottan racionális döntéshozókra hatnak?

Mint láttuk, a hierarchia-felfogás a vállalatot alapvetően a munkaviszonnal azonosítja. (Coase [1937/2004] 80-81.) Armen A. Alchian és Harold Demsetz épp azért támadja a hierarchia-felfogást, mert szerintük nincs semmi különleges a munkaviszonyban: állításuk szerint a munkavállaló nem „kiszolgáltatottabb”, erősebben „alárendelt”, mint a vevőnek „kiszolgáltatott” szolgáltató. A mostani fejezet éppen ezért azt tekinti át, hogy a munkaadó és a munkavállaló közötti viszony tekinthető-e ugyanolyan szerződésnek, mint ami a vállalatot a többi érintetthez köti. A munkaviszony egyszerűen egy – az előző fejezetben leírt – relációs, kapcsolati szerződés? Hiszen abban is elképzelhető, hogy az egyik fél kapja az egyoldalú szerződésmódosítás jogát. Mennyiben tér ez el a munkaadó utasítási jogától?

Az persze nyilvánvaló, hogy a jogrendszer nem tekinti szokásos szerződésnek a munkaviszonyt. Maga a munkajog léte, az abban található (legalább is egyik oldalról²⁵) kógens szabályok nagy száma is azt mutatja, hogy a jogrendszer fontos eltéréseket lát a munkaviszony és a klasszikus szerződéses viszony között. Bár a munkaviszony a munkajog szerint is szerződéses viszony, de a munkajogi irodalomban bevett nézet szerint ebben a viszonyban a felek helyzete egyenlőtlen: a munkavállaló a gyengébb fél.

A munkajog alapvető sajátossága tehát a felek egyenlőtlen helyzete, mivel a munkáltató általában erőfölényben van a munkavállalóval szemben. Ebből az egyensúlytalanságból következik a munkajog alapvető szabályozási szerepe: az egyenlőtlenség csökkentése a gyengébb fél, a munkavállaló pozíciójának erősítésével, védelmi jellegű szabályok, többletjogok biztosításával. (Gyulavári [2016] 18)

A joggazdaságtan kérdése azonban az, hogy miért kellene a munkavállalót „általában” gyengébb félnek tekinteni? Nem lehet, hogy nincs ilyen „általános” „erőfölény”, hanem bizonyos piaci körülmények között jelentkezik ez, mások esetén nem? (Nem lehet, hogy sok iparágban, szolgáltatási ágazatban a legkevésbé sem igaz a munkaadó erőfölénye?) És ahol nem igaz, ott nem árt többet a gyengébbnek gondolt (de valójában erősebb fél) pozícióinak (további) erősítése? És ahol valóban gyengébb fél a munkavállaló, ott ez már indokolja, hogy – a szerződési jognál – részletesebb kógens szabályokkal korlátozzuk a felek között létrejövő szerződések tartalmát? A joggazdaságtan e fejezetben bemutatott modellje más megközelítést kínál: a felek közötti hatékony kooperációt elősegítő szabályokat keres. Amikor a kógens szabályok indokairól gondolkodik, akkor alapvetően a két fél szerződési szabadságát korlátozó

²⁵ Ez alatt olyan szabályokat kell érteni, amelyekről az eltérés ugyan nem tilos, de csak akkor, ha a munkavállaló javára történik – vagyis a másik irányba való eltérés tilos. (Lásd például Mt. 43.§ (1) bekezdés.)

szabályokat lát – és ezek hatékonyságát vizsgálja. (Látjuk majd, hogy a joggazdaságtan is talál erre hatékonysági okokat – anélkül, hogy a gyengébb-erősebb érvelésre kellene támaszkodnia.)

A mostani fejezet először a pozitív kérdésre ad rövid választ: milyen magatartási (ösztönző) hatásai vannak a kógens szabályoknak, miben térnek ezek el az eddig látott diszpozitív szabályokétól? A második és a harmadik alfejezet gondolja végig azt, hogy mik azok a körülmények, amik esetén érdemes a kógens szabályokat alkalmazni – amikor jó, ha ezek a hatások érvényesülnek. Ugyanakkor, ahogy a vállalatok esetén is láttuk, hogy nem érdemes dichotómiában gondolkodni (ott ez azt jelentette, hogy nem szerencsés úgy tenni, mintha csak a klasszikus szerződés és a vállalat létrehozása lenne a két alternatíva, mintha nem léteznének a hibrid megoldások), úgy itt is fel kell ismerni, hogy e problémák nem csak kógens szabályok révén kezelhetők. A negyedik alfejezetben mutatok be egy-két fontos alternatív technikát. Az ötödik alfejezet a hierarchikus működés egyik kulcskérdését a morális kockázat megjelenését és csökkentési lehetőségeit elemzi az eddiginél részletesebben.

4.1. A KÓGENS SZABÁLYOK POZITÍV JOGGAZDASÁGTANA

Induljunk ki a (közgazdászok körében is) gyakori félreértésből: mivel a kógens szabályok tiltanak bizonyos tevékenységeket, és előírnak másokat, ezért úgy tekintünk rájuk, mint amelyek lecsökkentik a döntési lehetőségek számát, lehetetlenné teszik egyes alternatívák választását. Például, ha a szabály előírja, hogy a munkaadónak adott munkabiztonsági feltételeket, védőfelszereléseket, pihenőidőt, stb. kell biztosítani, akkor az azt jelenti, hogy ő nem adhat ennél kevesebbet? A kógens szabályok nem tudnak lehetetlenné tenni alternatívákat, csak jogellenessé nyilvánítják azokat. Amennyiben a felek ettől eltérő dologban állapodnak meg, akkor a megállapodásuk érvénytelen, a bíróság ezt nem fogja kikényszeríteni – helyette a kógens szabályt fogja alkalmazni.

A kógens szabály hatása több elemtől függ, amelyek közül ebben az alfejezetben kettőt mutatok be:

- Ki kényszeríti ki a kógens szabály betartását, ki léphet fel a kógens szabályba ütköző magatartással szemben az erre hivatott szervezetnél (például a bíróságnál): a jogaiban megsértett fél, vagy erre a kormányzat (esetleg a civil szféra) tart fenn valamilyen ellenőrző szervezetet?
- Mekkora (és mitől függ) a szabályszegés esetén fenyegető várható szankció?

4.1.1. A kikényszerítés módja: magán vagy közösségi kikényszerítés

A kógens szabályt akkor fogják alkalmazni, ha azt valaki kéri. Ha két fél megállapodik egy kógens szabályba ütköző magatartásban, de senki nem lép ellene, akkor a szabály nem fog érvényesülni. Annak kikényszerítésére két alapvető mechanizmus képzelhető el: felléphet annak érdekében a sértett fél (akinek jobb lenne a kógens szabály, mint a szerződésben szereplő) és kérheti ezt a két szereplőn kívülálló személy, vagy szervezet is – tipikusan valamilyen kormányzati szerv. Előbbi a magánkikényszerítés, utóbbi a közösségi kikényszerítés esete.

Magánkikényszerítés. Magánkikényszerítés esetén a kógens szabály kikényszerítését a bíróságtól a *jogaiban megsértett fél* (a munkavállaló) *kéri*. A kikényszerítés ilyenkor tehát attól függ, hogy ő bírósághoz fordul-e.²⁶ Ezt azonban sok elem gátolhatja. Egyrészt, a per költsége (ide értve a pénzt, az időt, az energiát, stb.); másrészt a perrel járó kockázat: a pert indító soha nem lehet biztos abban, hogy a bíróság előtt bizonyítani tudja az igazát.

További bonyodalmat okoznak az előző fejezetben látott jogon kívüli kikényszerítési formák is: a – kógens szabálytól eltérő – megállapodást ezen mechanizmusok segítségével is érvényesíteni lehet. (Ide értve azt is, hogy ezek révén lehet „meggyőzheti” a partnert, hogy ne forduljon bírósághoz.) A magánkikényszerítés révén tehát nem nyilvánítanak majd érvénytelenné minden kógens szabályba ütköző szerződési kikötést – ezen megállapodások jó része a gyakorlatban érvényesülni fog.

Közösségi kikényszerítés. Sok esetben nem vár a jogrendszer arra, hogy a sértett fél fellépjen, hanem a kógens szabályok betartását ellenőrző szervezetek is létrejönnek. Például a munkabiztonsági előírások ellenőrzését munkaügyi szervezetek végzik; nem bízunk magunkat arra, hogy a munkavállalók pert indítanak-e. Ezek a szervek akkor is fellépnek, ha a sértett fél nem is akarja. Közösségi kikényszerítés mellett általában nagyobb a szabályszegés szankcionálásának esélye.

4.1.2. A várható szankció

Az előző fejezetben láttuk, hogy a kikényszerítés sikere attól függ, hogy mekkora a szankció. Most ezt annyival kell kiegészíteni, hogy a szankció soha nem biztos: csak akkor szankcionálják a szabályszegést, ha a bírósághoz fordul az erre feljogosított fél, és a bíróságot meg is győzi az igazáról. Mindig marad látencia – van esély arra, hogy a szabályszegéssel szemben a jogrendszer nem lép fel.

Büntetés nélküli szankció. A látencia miatt az a szankció, amely csak a kógens szabályba ütköző megállapodás érvénytelenítését mondja ki, szinte biztos, hogy nem tart vissza a magatartástól.

Gondoljuk végig: amennyiben a bíróság érvényteleníti a szerződési kikötést, akkor ez semmi mást nem jelent, mint, hogy a jogellenes lépéseket tervező fél nem kapja meg az abból származó hasznát. Vagyis, ha szankcionálják „nullára jön ki”: olyan, mintha meg se próbálkozott volna a szabályszegéssel. Amennyiben azonban nincs per, vagy van ugyan per, de azt a felperes elveszíti, akkor háborítatlanul élvezheti annak hasznát. A jogellenes lépésekből fakadó *várható haszon* tehát pozitív marad. A várható haszon jelen esetben az érvényesség mellett elérhető haszon és az érvényesség esélyének szorzata – mivel az érvénytelenség következménye csak a haszon elvesztése, vagyis nulla.

Jelölje B a szabályszegésből elérhető hasznot. Legyen S a szankció, ami akkor fenyeget, ha a bíróságon sikerül bizonyítani a szabályszegést. Ez jelen pillanatban egyenlő a haszonnal, B -vel. És legyen p ennek a szankciónak a valószínűsége.

A kockázatmentes döntéshozót a várható haszon (EB) érdekli. Ez

$$EB = (1 - p) \times B - p \times (B - S) = B - p \times B$$

Mivel a lebukás esélye nem 100%, vagyis $p < 1$, így

²⁶ Lásd például Shavell [2004] 578-581., Polinsky – Shavell [2007] 406., Rajabium [2009]

$$EB = (1 - p) \times B = B - p \times B > 0.$$

A várható szankció emelése. Vannak olyan helyzetek (különösen közösségi kikényszerítés esetén), amikor a szabályszegés következménye azonban nem egyszerűen az, hogy a megállapodást érvénytelenítik, hanem büntetést is kírónak a szabályszegőre. Vagyis a szankció nem „nullára hozza ki” a szabályszegőt, hanem valóban veszteséget okoz neki.

A kivetett szankció nagyságának és esélyének szorzata adja a várható szankciót. Ha ez meghaladhatja a szabályszegés hasznát, akkor lesz a szabályszegés várható haszna negatív. Kockázatmentes személyt ez riaszthat el a kógens szabály megszegésétől.

Legyen most a szankció (S) nagyobb mint a haszon (B): $S > B$. A várható szankció $p \times S$.

Ekkor a várható haszon, EB

$$EB = (1 - p) \times B - p \times (B - S) = B - p \times S$$

A kockázatmentes döntéshozó akkor nem követ el szabályszegést, ha a várható haszon negatív, vagyis, ha

$$B < p \times S.$$

A várható szankció emelésének módjai. Ugyanazt a várható szankciót több módon is elérhetjük: a lebukás esélyét és a szankció nagyságát is növelhetjük. A két elem közül persze a lebukás, a szankció esélyének emelése (a látencia csökkentése) költséges: a korábbinál szorosabb ellenőrzést követel. Könnyű azonban belátni: még alacsonyabb lebukási esély mellett is el lehet érni a várható szankció bármilyen szintjét. A látenciát ugyanis kompenzálhatja a magasabb szankció. A kérdés, hogy mennyivel magasabb szankció kell ehhez – például annak kompenzálásához, hogy az elítélés esélye felére csökken? Ez a szabályszegők kockázathoz való viszonyától függ.²⁷

- Ha *kockázatmentesek*, akkor – mint láttuk az első fejezetben – csak a várható haszon, illetve a várható szankció számít nekik, vagyis ugyanazt a visszatartó erőt érzük el, amennyiben a lebukás esélyének csökkenésével fordított arányban emeljük a szankciót. (Ha a lebukási esély felére csökken, akkor azt ellentételezi a szankció megduplázása.) Másképp: a kockázatmentesek számára mindegy, hogy a szankció, vagy lebukási esély nő ugyanolyan arányban (mondjuk kétszeresére) – ugyanolyan visszatartó hatása van a kettőnek. (Csak a szankció emelése – tipikusan – kevésbé költséges.)
- Ha *kockázatkerülők*, akkor adott várható szankció mellett a „nagyobb kockázatnak”, a nagyobb varianciának is van visszatartó, elriasztó hatása. Ha a lebukás esélye 50% alatti, akkor a lebukás esélyének csökkenése és a szankció ezzel fordított arányú emelése növeli a varianciát. Tehát a kockázatkerülő döntéshozókat a szankció emelése és nem a lebukási esély hasonló arányú növelése *ösztönzi erősebben* a szabálykövetésre.
- Ha a szabályszegő *kockázatkereső* (vagy veszteségkerülő – ahogy az irodalom olykor nevezi Cooter – Ulen [2005] 450.), akkor ő számára a nagyobb kockázat, a nagyobb variancia éppen, hogy vonzó. Tehát (ha a lebukás esélye 50% alatt marad, akkor) a kockázatkedvelők közül a lebukás esélyének növelése többeket rábír a szabálykövetésre, mint a szankció hasonló arányú emelése.

²⁷ Erről a büntetőjog közgazdaságtana mutat be részletes modelleket. Lásd erről: Shavell [2004] 471-568., Polinsky – Shavell [2007]:

4.2. A NORMATÍV JOGGAZDASÁGTANI ELEMZÉS ALAPJAI: MÁSOK VÉDELME

Eddig a kógens szabályok hatásaival foglalkoztunk. Lássuk most ezek tárgyait! Ennek kapcsán a joggazdaság két típust határol el: vannak olyan kógens szabályok, amelyek valamelyik szerződő felet védik, és vannak olyanok, amelyek egy kívülálló (harmadik fél) érdekében születnek (Ayres [1988]). Utóbbi az, amit a közgazdaságtan extern hatásként ismer. Most erre hozok példákat. (A következő alfejezetben látjuk majd a másik érvet.)

Externália. Az externália az, amikor két fél szerződése *egy harmadik félre is hat – negatívan vagy pozitívan.* Például, ha a munkaadó és a munkavállaló megegyezik abban, hogy veszélyes munkakörülmények között folyik a munka (amit a munkavállaló a magas bér miatt elfogad), akkor ez a környéken lakókra ró terhet, kockázatot: egy ipari baleset nagyobb veszélyének teszi ki őket. Az ilyen veszélyek másokra hárítása indokolhatja bizonyos tevékenységek (megállapodások) tilalmát – a másokra gyakorolt, de figyelembe nem vett pozitív, előnyös hatások indokolhatják egyes tevékenységek kötelezővé tételét.

Ugyanakkor figyelni kell, mert nem minden harmadik félre gyakorolt hatás externália, csak az, ami²⁸

1. *nem piaci hatás,*

Ezért nem externália például az, ha valaki egy vállalatot alapít, és munkát kínál – ha erre a kivételre nem figyelünk, akkor könnyedén megmutathatnánk, hogy a korábbi munkaadóknak az rossz, hogy mi megjelenünk a piacon, esetleg elcsábíthatjuk a korábbi munkavállalót. Hasonlóképp, adott szakma gyakorlóinak, adott munkavállalói körnek az mindig rossz, ha újabb emberek gondolják úgy, hogy ők is kipróbálják magukat abban a szakmában, vagy az adott helyi munkaerőpiacon (például költöznek, vagy vállalják az ingázást.) Ez ugyanis lenyomhatja a munkabéreket.

2. *nem tisztán pénzügyi hatás (a jog nyelvén: tiszta gazdasági kár)*

Ez olyan hatás, amikor a harmadik fél kára csak annyi, hogy csökken a jövedelme, de más hatás (kockázat) nem éri. Például, ha egy ügyvédi, vagy könyvelő irodában az asszisztensre bízzák azt a munkát, amit az ügyvédnek/könyvelőnek kellene elvégezni, de emiatt nem fenyeget másokat másféle kár, minthogy egy tranzakció számukra veszteséges lesz (a partnerük viszont ennyit nyer).

3. *és azok a hatások, amikért a külső felet előre nem kompenzálták – a hatás tőkésült.*

Képzeljünk el egy olyan helyzetet, amikor valaki elvállalja egy veszélyes tevékenység elvégzését, ami miatt egy másik munkavállaló munkája is veszélyesebbé válik. Ez externália – viszont, ha ez a másik munkavállaló erről a veszélyről tud, azt (például béremelésért, vagy más ellenszolgáltatásért cserébe) elfogadta, akkor az adott hatásért őt már kompenzálták.

4.3. A NORMATÍV JOGGAZDASÁGTANI ELEMZÉS ALAPJAI: A SZERZŐDŐ FÉL VÉDELME

A hierarchikus viszony megkülönböztető jegye az, hogy az egyik fél, a felettes utasítási jogot kap. A szerződéses alapú hierarchia (például a munkaviszony) esetén ez a viszony csak a szerződés megkötése után alakul ki: vagyis, ha ezt az „alávetett” elfogadja. Az alárendeltség

²⁸ Részletesebben lásd erről: Bartus – Szalai [2014] 59-72.

ennyiben önkéntes. Ha a hierarchiában *hatékonysági* problémát látunk, akkor az nem az utasítási jog maga, hanem az, hogy az alárendelt nem tudatosan, önkéntesen lép be abba.

A normatív joggazdaságtan általában három olyan esetet emel ki, mikor a szerződés megkötése nem tekinthető önkéntesnek. Egyrészt lehet, hogy az alárendeltség elfogadására a munkavállalót valami kényszeríti. Másrészt lehet, hogy a munkavállaló nem tudja mit vállal – vagyis információhiányban van. És ha a munkavállaló nem képes az első fejezetben látott racionális döntéseket hozni – korlátozottan racionális. A korlátozott racionalitás és az információhiány között az a különbség, hogy ha valaki korlátozottan racionális, akkor hiába osztunk meg vele minden szükséges információt – még ekkor is tartani kellene attól, hogy a saját preferenciáit nem szolgáló döntést hoz. Ha csak aszimmetrikus informáltságról van szó, akkor a rendelkezésére álló információ növelése megoldja a problémát.

4.3.1. Kényszer

A fejezet bevezetőjében említettem, hogy a munkajogi dogmatika szerint a munkaviszonyt a klasszikus szerződésektől megkülönböztető legfontosabb elem a felek egyenlőtlensége: a munkavállaló kiszolgáltatottsága. Ez a probléma a – hatékonyságra koncentráló – normatív joggazdaságtanban a kényszerrel kapcsolatos érveket jelenik meg.

A kényszerhelyzet típusai és kezelési módjai. Kényszerhelyzet két okból állhat elő. (Shavell [2004] 335–337, Cserne [2011] 71-73, Cooter – Ulen [2005] 292-298.) Az egyik az ún. *előidézett kényszer*, amikor a fél szorult helyzetét a partnere okozza. (Ez a jogban a jogellenes fenyegetés.) A másik az *exogén kényszer*: a szorult helyzet nem a partner miatt merül fel, tőle független. Sőt, ő épp az, aki segíthet ebben a helyzetben. (Amennyiben ő partnere kiszolgáltatottságát kihasználja, például előnytelen szerződést köt vele, akkor az a szerződési jogban az uzsora esete.)

Kényszer a munkaviszonyban. Munkajog esetén, ha kényszerről egyáltalán beszélhetünk, akkor exogén kényszerről lesz szó: a munkavállaló a kedvezőtlen külső körülmények miatt fogad el esetleg kedvezőtlen ajánlatot. (Elképzelhető persze, hogy a munkaadó fenyegetéssel veszi rá a munkaviszony elfogadására – de nem ez a tipikus eset: ezért egy ilyen meglehetősen ritka szituáció nem igazolhatná az általános tilalom létét.)

Kérdéses azonban, hogy a külső körülmények kényszerítő ereje milyen gyakori. Bár kétségtelenül vannak ilyen helyzetben levő munkavállalók, de a munkavállalók jó része esetén nincs ilyen kényszer, nincsenek kiszolgáltatott helyzetben: ha rövidebb-hosszabb időbe is telik, általában több ajánlatot szerezhetnek, több ajánlat közül választhatnak. A munkaerőpiacon (különösen egy nemzetközivé váló munkaerőpiacon, vagy olyankor, amikor a munkavállalók adott szervezetben kulcspozíciót töltenek be) nem ritka, hogy épp fordítva: a munkaadók kerülnek „kiszolgáltatott helyzetbe”.

Az exogén kényszer jogi kezelésének problémája. A normatív joggazdaságtan a kétféle kényszer esetén gyökeresen eltérő szabályozást követel (Shavell [2004] 336, Cooter – Ulen [2005] 296-298.). Az előidézett kényszer ellen kemény fellépést tart szükségesnek, hiszen itt a cél az elriasztás: ne történjen soha fenyegetés. Alapvetően más azonban a helyzet az exogén kényszernél. A külső kényszerben segítséget nyújtó embereket, az ilyen munkavállalóknak munkaalkalmat kínáló munkaadókat nem elriasztani akarjuk, hanem éppen ösztönözni,

„jutalmazni”. Például úgy, hogy előnyös szerződéseket köthet. Éppen ezért roppant óvatosnak kell lenni, ha a munkavállalók szorult helyzetére hivatkozva kógens szabályokat akarunk alkalmazni: amennyiben a munkaadóknak nem engedjük, hogy a maga számára jó feltételekkel alkalmazza a munkavállalókat, például alacsony bért, vagy alacsony költséggel üzemeltethető, vagyis tipikusan rossz munkakörülményeket kínáljanak, akkor arra nem a bérek, a munkakörülmények emelése lesz sokuk válasza, hanem az, hogy nem is ajánlanak semmiféle munkát. Vagyis végső soron a szorult helyzetben levő munkavállalók éppen, hogy rosszabbul járnak: nem találkoznak olyannal, aki – akár ilyen rossz feltételek mellett is – alkalmazná őket.

4.3.2. Információs aszimmetria – ami még nem korlátozott racionalitás.

Információs aszimmetriának nevezi a közgazdaságtan azt a helyzetet, amikor *az egyik fél több információ birtokában lép be egy kooperációba, mint a partnere.* Ez a *magáninformáció*: az egyik fél tud valamit, amit a másik nem. (Milgrom – Roberts [2005] 184.) Lehet, hogy az információhiányban lévő fél ezért elfogad olyan feltételeket is, amit nem tenne, ha a másik számára elérhető információk birtokában lenne.

Az információs aszimmetria speciális – de roppant gyakori – megjelenési formája a *kontraszelekció*. Ez azt eredményezi, hogy *az információhiányban levő fél végső soron csak (a számára) rossz minőségű partnerek között válogathat, a jobb minőségűek eleve nem is akarnak vele szerződni.* (Akerloff [1970], Weiss [1980], Milgrom – Roberts [2005] 210-212., Vandenberghe [2008] 65.) A magáninformáció és a kontraszelekció a munkaerőpiacon gyakori probléma.

Kontraszelekció a munkaadók oldalán: a munkavállalók információs hátránya. Elemezzük először azt a helyzetet, amikor a munkaadó rendelkezik magáninformációval – például csak ő ismeri a munkafeltételeket, vagy a vállalat jövőbeli kilátásait a potenciális munkavállaló (a munkára jelentkező) nem! (Milgrom – Roberts [2005] 444.) Tegyük fel, hogy a munkavállaló több munkaadó, munkahely közül választhat, amik között vannak jobbak és rosszabbak. Ő jobb munkafeltételek, jobb kilátások esetén alacsonyabb bér mellett is dolgozna – rosszabb feltételek esetén viszont magasabb bért vár el kompenzációként. (Ez az ún. *kiegyenlítő bérkülönbség elmélete*.²⁹) Azonban nem tudja megkülönböztetni a partnereket, nem tudja melyik milyen. Ha a kontraszelekció jelentkezik, akkor annak az az eredménye, hogy a jó ajánlatok el sem jutnak majd hozzá. Ugyanis ha nem tudja megkülönböztetni a munkaadókat, akkor mindenkinek ugyanazt fogja mondani – például mindegyiküktől ugyanazt a bért kéri. Csakhogy a legjobb munkafeltételeket kínáló munkaadók ezt a bért valószínűleg már nem fogják megadni. Igaz, tőlük a munkavállaló nem is várná el ezt – de nem tudja, hogy ki a jó munkaadó. Ha viszont a jók nem akarják (azon bérigény mellett) alkalmazni őket, akkor a munkavállaló rosszabb munkaadóknál kapnak majd munkát.

Kontraszelekció a munkavállalók oldalán: a munkavállalók információs előnye. A munkavállalók is eltérő minőségűek – vannak, akik hajlandóak keményebben dolgozni, tanulni, hosszabb ideig adott munkahelyen maradni, stb.. Ezt pedig a munkaadó nem fogja tudni róluk. A kontraszelekció tehát a munkavállalók oldalán is megjelenhet: ha a munkaadók minden potenciális alkalmazottnak ugyanolyan ajánlatot tesznek, akkor csak a rosszabb

²⁹ Ehrenberg – Smith [2003] 272-312.

munkavállalókat tudják megtalálni – a jó munkavállalók nem hajlandóak elfogadni azokat a feltételeket, amik mellett a rosszabbak leszerződnek.

A kontraszelekció kezelése. A kontraszelekció kezelésére lehetőséget ad a szerződési jog amennyiben tévedés miatt a tájékozatlan fél a szerződést érvénytelenítheti. De a kógens szabályok révén is kezelni lehet ezt: a jog megtiltja, hogy bizonyos minőségű munkaadók és munkavállalók jelenjenek meg – emiatt az információhiányban levő félnek nem kell tartania attól, hogy *nagyon rossz* partnert fog végül ki.

Mielőtt továbblépünk, hangsúlyozni kell: az információs aszimmetria itteni fogalma nem keverendő a tévedés jogi fogalmával. Utóbbi – legalábbis sok jog felfogása szerint – magában foglalja azt a helyzetet is, amikor nem magáninformációról, hanem kockázatról van szó. Vagyis nem arról, hogy valamelyik fél többet tud, mint a partnere, hanem azt, hogy *egyik fél sem tudja* biztosan, mi fog történni. Kockázat esetén egyik félnek sincs információja, kétoldalú tévedés áll fenn. Ilyenkor a normatív joggazdaságtan – mint a második fejezetben láttuk – a *kockázat hatékony elosztását* keresi.

4.3.3. Korlátozott racionalitás

A korlátozott racionalitás tárgyalását azzal kell kezdeni, hogy átismételjük: a racionalitásnak nem az a definíciója, hogy valaki objektíve jó döntést hoz. A racionális döntés csak annyit jelent, hogy a saját (etikailag jó vagy rossz) preferenciáinak leginkább megfelelő döntést hozza meg.

A korlátozott racionalitással összefüggő problémákat Oren Barr-Gill alapján három pontban foglalhatjuk össze (Bar-Gill [2010]):

1. A korlátozottan racionális emberek a saját céljaikat nem szolgáló döntéseket hoznak akkor is, ha nincs információs aszimmetria. A korlátozott racionalitás problémáját vizsgáló ún. *viselkedési közgazdaságtan* megmutatja, hogy melyek azok a helyzetek, amikor tipikusan összezavarodnak a döntéseink, amikor tipikusan téves – saját preferenciáinkat nem szolgáló – döntéseket hozunk. (Ezen helyzetekről, hibákról egy nem teljes – a munkaerőpiacon fontosnak tűnő pontokra koncentráló – listát közöl a fejezet függeléke.)

Mivel ezek a hibák jól azonosíthatók, így ezekkel az ellenérdekű fél vissza is élhet: úgy alakíthatja a döntési szituációt, olyan helyzetbe hozhatja a korlátozottan racionális felet (a munkavállalót), hogy elfogadjon olyan ajánlatot is, ami a preferenciáival ellentétes.

2. A korlátozottan racionális döntéshozó azonban felismerheti a saját hibáit, és megpróbálja elkerülni azokat: tanulhatunk, a döntéseikhez segítséget kérhet. Fontos azonban, hogy ezen védekezési mechanizmus ereje függ a hiba következményétől: ha a rossz döntések következményeit – például a munkavállalók védelmére kitalált lépések révén – korlátozzák, akkor az ilyen önvédelmi eszközöket is kevésbé veszik majd igénybe.

Amennyiben a jogrendszer védelmet nyújt a korlátozottan racionális félnek, akkor a tanulási ösztönző gyengül – sőt, az sem kizárt, hogy a korlátozottan racionális fél kifejezetten ezen védelem miatt hoz rosszabb döntéseket. Ez a *túlzott bizalom* problémája: ha a munkavállalók elhiszik, hogy a szabályok valóban védelmet biztosítanak a számukra, akkor alábecsülhetik a valós veszélyeket. Ebben bízva pedig

még annyi információt sem gyűjtenek a munka elvállalása előtt, amennyit egyébként szereznének.

A hibák elkerülésében azonban a másik oldalon állók (esetünkben: a munkaadók) is érdekelték lehetnek – különösen, ha verseny alakul ki közöttük, és a tipikus hiba valamelyikük számára hátrányos. Például, a jó feltételeket kínáló – de ezt a munkavállalók korlátozott racionalitása miatt érvényesíteni nem tudó – munkaadók felhívhatják a tévedésekre a munkavállalók figyelmét.

3. A korlátozott racionalitásra hivatkozva jó ötletnek látszik jogi védelmet követelni a „gyengébb” félnek (a munkavállalónak). Meg lehet például tiltani
 - azokat a foglalkoztatási feltételeket, amelyekbe csak ilyen téves döntések miatt egyeznének bele a munkavállalók (ezeket nevezhetjük tartalmi kógens szabályoknak),
 - azokat a tárgyalási, befolyásolási technikákat, amelyekkel a munkaadók visszaélhetnek, amelyek révén kihasználhatják ezeket a racionalitási hibákat (ezeket nevezhetjük eljárási szabályoknak).

De ezek a lépések sokszor több gondot okoznak, mint maga a korlátozott racionalitásból fakadó hiba. Például azért, mert az ilyen szabályokat megalkotó politikusok, vagy bírók maguk is korlátozottan racionálisak (vagy információhiányban szenvedhetnek). Vagy azért, mert abban sem lehetünk bizonyosak, hogy döntéseiket csak a „gyengébb fél” (a munkavállalók) érdeke motiválja, és nem saját egyéni, választási, politikai céljaikat követik.

4.4. NORMATÍV ELEMZÉS: AZ ELRIASZTÁS ALTERNATÍV ESZKÖZEI

Az előző pontokban azt próbáltam megmutatni, hogy a normatív joggazdaságtan milyen esetekben veti fel, milyen esetekben tartja hatékonynak azt, ha kógens szabályokat alkotunk. Azonban kicsit előre szaladtunk: a bemutatott problémákat ugyanis nem csak kógens szabályok révén kezelhetjük, vannak alternatív eszközök is. Ha a kógens szabályok előnyeit (vagy hátrányait) akarjuk igazolni, akkor ezen alternatív megoldásokkal összevetve kell azt megtenni.

Kemény paternalizmus. Kógens szabályokon keresztül teremtett tilalmakat és kötelezettségeket, illetve a hozzájuk kapcsolódó szankciókat nevezik *kemény paternalizmusnak*. Ennek kapcsán a legtöbbször emlegetett probléma, hogy ezek a korlátok szinte soha nem csak azokat érintik, akik hibás döntéseket hoznának, vagy akik döntéséből másokra externália származna: azok egy részét is korlátozni fogják ezek a szabályok, akik döntésével semmiféle probléma nincs.

Ráadásul, a kemény paternalizmus előbb-utóbb *helyettesítést eredményez*. Ha például szigorúan szabályozzuk a munkaviszony tartalmát, a munkabiztonságot, a (minimálisan fizetendő) munkabért, az elbocsátás feltételeit, akkor nem lepődhetünk meg, ha a munkaviszony helyett elterjedhetnek más formák – olyanok, amelyekre ezek a korlátozások nem érvényesek. Például az önfoglalkoztatás (és munkavállalói helyett szolgáltatói, alvállalkozói, beszállítói szerződések kötése), a határozott idejű foglalkoztatás. (Autor [2003]). Visszatérve a második fejezet érvelésére: épp azért nem von be a vállalat házon belülre egy tevékenységet, vagy épp azért szervezi ki azt, mert a beszállítók esetén nincsenek ilyen korlátok.

Aszimmetrikus paternalizmus. A kemény paternalizmus ezen problémái miatt alakult ki az utóbbi időben az ún. *aszimmetrikus paternalizmus* tesztje. E szerint a kógens szabályokat a hibák léte önmagában még nem igazolja: meg kell vizsgálni azt is, hogy mennyi kárt okoznak ezek azzal, hogy másokat megfosztanak a számukra legjobb alternatívától. Sőt, a teszt nem is egyszerűen az előnyök és a hátrányok összehasonlítását javasolja, hanem azok aszimmetrikus összemérést: akkor látja igazolhatónak a kógens szabályok bevezetését, ha az előnyök *lényegesen meghaladják* a hátrányokat. A szabályok megalkotásakor ugyanis általában eleve nagyobb figyelmet kapnak azok, akik a szabályozáson nyerni fognak – ezzel szemben gyakran elfeledkezünk azokról, akiket a szabályozás sújtani fog.

Puha paternalizmus. A kógens szabályok fenti problémáira válaszul született az ún. *puha paternalizmus* modellje is. (Cserne [2006], Camerer, et al. [2003], Jolls, et al. [1998], Jolls – Sunstein [2006], Sunstein – Thaler [2003, 2011]). Ez nem kógens szabályok révén próbálja elérni a kívánt hatást, hanem például

- diszpozitív szabályokat alkot,
- a kötelezően felkínálható alternatívákat szabályozza,
- egyszerűen csak figyelemfelkeltést, a figyelmeztetési politikát, tájékoztatási kampányokat [debiasing] javasol.

Ilyen puha paternalista technika az, amikor például csak azt követelik meg a munkaadótól, hogy a kormányzat által szorgalmazott megoldást *is* ajánlják fel a munkavállalóinak. Gyakorlatilag egy diszpozitív szabályt fogalmaz tehát meg a kormányzat: nem tiltja azt, hogy a felek eltérjenek ettől az ajánlott megoldástól – amennyiben ebbe a „gyengébb fél” is tudatosan beleegyeznek. De a „tudatos döntést” mindenképpen biztosítani akarja: csak akkor választhat mást a munkavállaló, ha megismerte ezt az ajánlott megoldást is. A tájékoztatási kampányok lényege is ez: megpróbálják ráirányítani a „gyengébb fél” figyelmét arra, hogy esetleg a maga számára kedvezőtlen döntésre készül.

Sokszor maga a kormányzat indít ilyen programot, hogy tudassa: mi szerinte a legjobb megoldás. Más esetben, kifejezetten a munkaadó kötelességévé teszik hogy erről az kormányzati ajánlásról tájékoztassa a munkavállalót, vagyis a saját, ettől eltérő ajánlatát eleve a „kormányzati javaslat ellenében” kell megtennie.

Nudging. Különösen érdekes a (magyarra időnként „piszkálásként” fordított) nudging eszköze. Ez a korlátozott racionalitás miatti rossz döntések ellen épp a korlátozott racionalitásra támaszkodva próbál védekezni. Nem csak a másik oldal élhet vissza a helyzettel, hanem a szabályozó is előállíthat olyan helyzeteket, amikor ezek a döntési hibák jelentkeznek, de éppen ezek terelik a „helyes irányba” a döntéseket. Tulajdonképpen, a puha paternalizmusnál említett diszpozitív szabályok alkotása is épít erre: a munkavállalók nem fogják ugyan érteni, hogy miért jó nekik az a szabály, de egyszerűen az az információ, hogy ezt az „ő érdekükbe alkották”, rábírhatja őket annak elfogadására.

A magyar munkajog is él ezekkel a technikákkal, amikor diszpozitív szabályokat fogalmaz meg. Például az Mt. 45. § (2)-(4) bekezdése ilyen szabályként írja elő azt, hogy

- o a munkaviszony határozatlan időre jön létre,
- o a munkavállaló munkahelye az a hely, ahol munkáját szokás szerint végzi,
- o a munkaviszony teljes napi munkaidőben történő foglalkoztatást jelent.

Hírnév. A harmadik fejezetben láttuk, hogy a jogi kikényszerítésnek mindig vannak alternatívái. A munkajog kapcsán a legfontosabb talán a hírnév: ennek védelme visszatartóható attól is, hogy a felek a másik szorult helyzetét, információhiányát, vagy éppen racionalitási korlátait kihasználják. Nyilvánvalóan látunk a munkaerőpiacon olyan mechanizmusokat, amelyek a hírnév hatását erősítik – ilyen például a munkavállalók esetén a korábbi munkaadótól hozott referencia intézménye. Ugyanakkor a munkaadók hírnevének hatásával kapcsolatban sokáig komoly kétségek merültek fel. Alapvetően ugyanis nem látszott az a mechanizmus, amelyen keresztül egy munkavállaló megbízható információt kaphatott volna a potenciális munkaadójáról. Erős szakszervezetek esetén talán megtehető lett volna ez – ha a szakszervezetek az információgyűjtésre és tagjaik tájékoztatására komolyabb erőforrásokat szántak volna. Éppen ezért elterjedt nézet volt, hogy a munkaadók hírneve inkább vállalaton belül, a már meglévő alkalmazottjaiknak tett ígéreteik értékelésekor játszott fontos szerepet, nem akkor, amikor új alkalmazottat vettek fel. (Vandenberghe [2008] 71.) Hadd tegyem azonban hozzá, hogy ez a hírnév-hatás is elég erős ösztönzőt jelenthet: a munkaadók számára az is roppant fontos, hogy az aktuális foglalkoztatottjaik hogyan ítélik meg őket. Másrészt azt sem felejtethetjük el, hogy az internet terjedésével a hírek terjedésének, és ezzel a hírnév terjedésének is új csatornái alakulnak ki.

4.5. A MORÁLIS KOCKÁZAT KEZELÉSE – ÖSZTÖNZŐ SZERZŐDÉSEK, BÉRRENDSZER

A hierarchikus viszonyoknak szinte mindig velejárója a morális kockázat megjelenése is. Ismételjük át: morális kockázat alatt azt értjük, hogy *a hierarchiában alárendelt* szerepet betöltő fél *a saját hatáskörében olyan döntések hoz, amik a saját céljait szolgálják* – nem a felettes, a vállalat számára fontos célokat követi. Az alfejezetben először a munkaviszonyban megjelenő idioszinkratikus beruházások problémáját tekintem át, mivel a morális kockázat egyik legfontosabb formája éppen az, amikor ezekre fordítva valaki kevés figyelmet.

Amikor a második fejezetben bevezettem a morális kockázat fogalmát, akkor már utaltam arra, hogy azok kezelése csak megfelelő ösztönzők révén lehetséges. Az alfejezet második felében a munkaviszonyban fontos ösztönzők kialakítási elveit tekintem át.

4.5.1. Idioszinkratikus beruházások a munkavállaló részéről

Olivier E. Williamson fent látott definícióját alkalmazva, idioszinkratikus beruházások esetén tartós beruházásokra kell gondolni. A munkavállaló által a kooperációba „bevitt” ilyen fontos és tartós befektetés a humántőke: a tudás. Egész pontosan a specifikus tudás.

Specifikus tudás. A tudás két formáját különíti el az oktatás-gazdaságtan. (Becker [1975], Ehrenberg – Smith [2003] 180-190., Milgrom – Roberts [2005] 435., Vandenberghe [2008] 65-67.) Az egyik az ún. *általános tudás*: ilyenkor olyan információk, képességek birtokába jut valaki, *amit minden munkaadónál kihasználhat*. Ennek ellentéte a *specifikus tudás*, amikor az alkalmazott olyan tudást szerez, amely egy másik munkaadónál gyakorlatilag használhatatlan. Ez a specifikus tudás idioszinkratikus. A munkavállaló értelemszerűen elsősorban az általános tudás megszerzésében érdekelt, hiszen ennek hozama a jelenlegi állást elhagyva is magas lesz, elbocsátás után is hasznot húzhat belőle.

Amennyiben az alkalmazott nyelvet tanul, akkor olyan tudást halmoz fel, ami miatt más munkaadó is hajlandó lesz neki többet fizetni. Ez általános tudás. Ilyen tudást szerez egy biztosítási ügynök, amikor a biztosítási mechanizmus működését, matematikai összefüggéseit, vagy egy bank alkalmazottja, amikor a hitelminősítés alapelveit, működését ismeri meg. Ezt az adott piacon más munkaadónál könnyedén hasznosíthatja.

Ezzel szemben, ha egy olyan speciális technológiát tanul meg használni valaki, amit egyedül a mostani munkaadója alkalmaz, vagy a munkaadó bonyolult szervezetében, üzletfelei között tanul meg eligazodni, akkor ezeket az információkat máshol nem kamatoztathatja.³⁰

Az idioszinkratikus beruházás, a specifikus tudás hozamát a beruházótól, a munkavállalótól könnyű elvonni. Például, ha a munkaadó nem emeli a bérét olyan mértékben, amilyen mértékben ezen tudás miatt a cég nettó bevétele nő. Általános tudás esetén ezt nem tehetné meg: ha ilyenért kevesebbet fizet, akkor kockáztatja azt, hogy a munkavállaló kilép és átviszi a humántőkéjét, tudását más munkaadóhoz. A specifikus tudás hozamának egy részét azonban elvonhatja a munkaadó. Ha pedig ennek veszélyét a munkavállaló felismeri, akkor jobban meg fogja gondolni annak megszerzését. Ezt neveztem *akadályozási problémának*. (Vandenberghe [2008] 67.)

Tegyük fel, hogy a specifikus tudás miatt a munkavállaló képessé válik ugyanazt a munkát gyorsabban elvégezni, vagy ugyanannyi erőfeszítéssel többet termelni. Ha a munkaadó ismeri a tudás ezen hatását, akkor elkezdheti emelni a munkavállalóval szembeni elvárásokat. Mivel a tudás specifikus, vagyis a termelékenység csak az adott munkaadónál nő, így a munkavállaló nem tudja arra hivatkozva visszautasítani a munkaadó nagyobb elvárásokra épülő ajánlatát, hogy más munkaadó jobb feltételekkel alkalmazná. Viszont, ha előre látja, hogy a specifikus beruházásainak ez lesz a következménye, akkor inkább nem is szerez ilyen specifikus tudást.

Másik oldalról, a munkaadó szempontjából a munkavállaló tanulása mindig idioszinkratikus beruházás: csak addig húz belőle hasznot, amíg a munkaviszony fennmarad. Mindig ott lesz a veszély, hogy miután támogatta alkalmazottját valamilyen tudás megszerzésében, a munkavállaló kilép és elviszi azt máshova. Vagyis a munkaadónak *alapvetően nem* nagyon éri meg (szabadsággal, tanfolyamok finanszírozásával, stb.) segíteni a munkavállalót a tanulásban. *Viszont* az előzők miatt a *specifikus beruházás* hozamának nagyobb részét szerezheti meg – hiszen kisebb az esélye, hogy a munkavállalója elviszi azt máshova –, így az ilyen tanulást *inkább* fogja támogatni.

4.5.2. Ösztönzők és kockázat: az ösztönző bérezés problémái és szabályozása

Ösztönzők kapcsán a korábbi fejezetekben annyit láttunk, hogy léteznek erősebb és gyengébb ösztönzők – attól függően, hogy a döntéshozó a csoportnak, a vállalat egészének generált hozam mekkora részét kapja meg. Minél kisebb ez az arány, annál gyengébb az ösztönző, annál nagyobb a késztetés a lazsálásra. De láttuk azt is, hogy az erősebb ösztönzők általában több kockázatot is rónak a munkavállalóra. Ha az alárendelt fél (a munkavállaló) kockázatkerülő, akkor a magas kockázat miatt kerülni fogja azokat a munkaadókat, akik erősebb ösztönzőket alkalmaznak. E problémák végig gondolására a legjobb alkalmat talán az ún. ösztönző bérezés rendszerének elemzése szolgáltatja. E pont témája ezért ez.

³⁰ Kivételt képez persze ez alól az ipari kémkedéshez hasonló helyzet, amikor a másik munkaadót éppen ezek a speciális technikák, információk érdeklik – például a másik cég üzletfeleinek listája.

Ösztönző bérezés. Az ösztönző bérezés az előző fejezetben látott ösztönző szerződés egyik formája: a munkaadó nem fix, előre adott bért fizet, hanem attól függően többet vagy kevesebbet, hogy a munkavállaló milyen eredményt ér el. (Milgrom – Roberts [2005] 293-296.) Ez az ösztönző bérezés lehet

- *folyamatos bérezés*, ennek leginkább elterjedt formája a *lineáris bérezés* (Milgrom – Roberts [2005] 296-297.) amikor a bér a teljesítménymutató és valamilyen „darabbérnek” a szorzata³¹ és
- *teljesítményhez kötött prémium*, amikor az alkalmazott akkor jut egy előre meghatározott jutalomhoz, ha teljesít valamilyen kitűzött teljesítményszintet, célt.³²

De a joggazdaságtan számára a fő kérdés nem a képlet, hanem az, hogy mi legyen ez a teljesítménymutató? (Milgrom – Roberts [2005] 293.)

Teljesítménymutató. A probléma az, hogy a munkavállalónak döntései tipikus esetben nem megfigyelhetők. Csak a teljesítményt ismerjük, ami azonban nem csak a döntésektől függ, hanem exogén tényezőktől is. Soha nem tudhatjuk, hogy egy adott teljesítményt azért ért el, mert

- (i) jól végezte-e a munkáját, és a *rossz körülmények ellenére* érte el ezt a szintet, vagy
- (ii) egyszerűen jók voltak a körülmények – ha jól dolgozik, *még többet is elérhetett volna?*

A teljesítménymutató megválasztásakor több szempont figyelembevételét javasolja a normatív közgazdaságtani modell. Ilyen szempont az informativitás elve, az egyenlő díjazás elve, vagy a felügyeleti intenzitás elve.

- *Az informativitás elve* szerint olyan teljesítménymutatót kell választani, amely a kockázatokra, az exogén körülményekre kevésbé érzékeny. Az informativitás elve alapján azt a teljesítménymutatót szerencsés választani, amely a leginkább függ a munkavállaló erőfeszítéseitől. (Milgrom – Roberts [2005] 300-301.)

Például egy kereskedelmi ügynököt értékelhetünk például

- o az általa kötött szerződések értéke (az azokból származó bevétel, profit), az értékesítés mennyisége alapján, de
- o ugyanezen mutatók relatív (többi ügynökhöz, az ügynökök átlagához mért) szintje alapján is.

Első ránézésre úgy tűnik, hogy a relatív mutatók inkább megfelelnek ennek az elvárásnak, mert ha rosszak a külső körülmények, akkor az a többi ügynök teljesítményét is rontja, vagyis a relatív

³¹ A teljesítmény és a bér közötti viszonyt nem csak szorzás teremtheti meg. Alkalmazhatunk más képletet is – kialakíthatunk például progresszív vagy degresszív bérrendszert is. Ilyenkor kétszer-háromszor akkora teljesítmény nem kétszer-háromszor akkora, hanem annál nagyobb (progresszív), vagy annál alacsonyabb (degresszív) bért eredményez.

³² Utóbbi esetben fontos kérdés, hogy milyen időszakra tűznek ki ilyen célokat – napokra, hetekre, hónapokra, félévekre, évekre. A probléma abból fakad, hogy amikor valaki eléri az adott szintet onnantól a rendszer nem ösztönöz a teljesítmény további növelésére. Éppen ezért igyekeznek az ilyen teljesítménymutatókat minél kisebb naptári egységekre bontani – a teljesítmény elérése után kevesebb ideig „lazsáljon” az alkalmazott. Másik oldalról viszont az időszak szűkítése növeli az adminisztrációs költséget (hiszen gyakrabban kell mérni, igazolni a teljesítményt).

mutató az esetek többségében (de nem mindig!) kiszűri az exogén hatásokat. (Milgrom – Roberts [2005] 301-302.)

- Mivel a legtöbb esetben az alkalmazottnak párhuzamosan több kérdésben kell dönteni – és a legtöbbször nem mindegyikhez van megfelelő (egyformán közeli) teljesítménymutató – ezért az *egyenlő díjazás közgazdaságtani*³³ elve azt követeli, hogy a *különböző döntések* (a munka különböző dimenzióinak) ösztönzése *között ne legyen jelentős eltérés*. Ha ez nem teljesül, akkor a kevésbé ösztönzött dimenziók el fognak sikkadni. (Milgrom – Roberts [2005] 311-312.)

Például a tanárok teljesítményértékelése kapcsán mindig komoly kérdés, hogy az a diákjaik teljesítménye (standardizált teszteken – például, kompetencia-felmérésen, érettségien, felvételin – elért eredményei) alapján történjen-e. Az egyenlő díjazás elve arra hívja fel a figyelmet, hogy egy csak (vagy túlnyomórészt) erre koncentrált teljesítményértékelés esetén a tanári munka más dimenziói elsikkadhatnak.

- Nincs olyan mutató, amit hiba nélkül lehetne mérni. De egyrészt ez a hiba csökkenthető, másrészt a hiba fontossága is eltérő. A *felügyeleti intenzitás elve* szerint olyan teljesítménymutatót érdemes választani, amelynél viszonylag könnyű a hibát alacsonyán tartani, és amelynél a fennmaradó hiba kevésbé befolyásolja a jövedelmet. (Milgrom – Roberts [2005] 308-310.)

Végezetül, nem feledkezhetünk el arról sem, hogy a bérezésnél nem az egyetlen szempont az ösztönzés: a munkaviszony egyben egyfajta implicit-biztosítás is (Milgrom – Roberts [2005] 442-443.), amelyben a munkaadó átvállal bizonyos kockázatokat a munkavállalótól. Mint a korábbi fejezetekben is láttuk: az ösztönzés erősítésével ez a kvázi biztosítási jelleg visszaszorul – a munkavállalók egyre kevésbé lesznek hajlandók elfogadni az adott munkát. (Milgrom – Roberts [2005] 285-286., Vandenberghe [2008] 69.)

4.5.3. Ellenőrzési-szankcionálási rendszer

Mint az előző fejezetben láttuk, az ösztönző bérezés mellett a másik fontos technika a morális kockázat csökkentésére a *feladatmeghatározó szerződés*. Munkaviszony esetében ez azt jelenti, hogy a munkaadó részletesen, a lehető legtöbb kérdésben előírja a teendőket – a lehető legkevesebb döntési jogot hagyja a munkavállalók kezében. Majd ellenőrzi is, hogy ezen szabályokat betartják-e. Ha azt találja, hogy nem, akkor szankcionálja a munkavállalókat. Ezt nevezzük a közvetlen felügyelet modelljének. De nem ez az egyetlen ellenőrzésen alapuló ösztönző rendszer. Ilyen a hatékony bérezés, a halasztott bérezés is.

Közvetlen felügyelet. A *közvetlen felügyelet* lényege, hogy az ellenőrzés miatt a *munkavállaló számíthat arra, hogy a szabályszegése, lazsálása kiderül*, és arra is, hogy ez esetben *büntetést fog kapni*. Ennek hatásmechanizmusa ugyanaz, amit a kógens szabályok betartatása esetén láttunk: az előírások betartását az ellenőrzés intenzitásának és a szankció fokozásával egyaránt ösztönözni lehet. (Az, hogy a kettő közül melyik hatása erősebb, azt a döntéshozó, a

³³ Fontos kiemelni, hogy egyenlő díjazás alatt a jog inkább valamiféle munkavállalók közötti diszkrimináció-tilalmat ért. A két tudományág nagyon eltérő problémára alkalmazza ugyanazt a kifejezést.

munkavállaló kockázathoz való viszonya határozza meg – úgy, ahogyan azt a 4.1.1 pontban láttuk.) (Milgrom – Roberts [2005] 259-260.)

A munkajog azonban korlátozhatja, hogy a munkaadó milyen büntetési, szankcionálási lehetőségekkel rendelkezik. Például csökkentheti-e a munkavállaló fizetését, megvonhatja-e a prémiumát, megtagadhatja-e emiatt az előléptetést, megvonhatja-e más kedvezményt, esetleg el is bocsáthatja-e a munkavállalóját.

Hatékony bérezés. A szankció egy áttételes formája az ún. *hatékony bérezés*, amikor a munkavállaló viszonylag magas (a piacinál, egyensúlyinál magasabb) bért kap, viszont amennyiben kiderül, hogy nem megfelelően végzi a feladatát, akkor elbocsátják. Büntetést azért jelent ez, mert ilyenkor – mivel magas bért kapott – máshol csak alacsonyabb bérért talál munkát.³⁴ (Salop [1973, 1979], Stiglitz [1974], Ehrenberg – Smith [2003] 436-437., Milgrom – Roberts [2005] 340-342., Vandenberghe [2008] 70.)

Halasztott bérezés. Míg hatékony bérezés esetén a munkavállalónak be kell vállalnia, hogy magasabb bért fizet, addig az ún. *halasztott bér* a munkaadónak olcsóbb. Ez azt jelenti, hogy a munkaviszony kezdeti időszakában alacsonyabb a bér, mint amit a munkavállaló teljesítménye indokolna, de az adott munkaadónál eltöltött idővel (a karrierje során) gyorsabban növekszik, és idősebb korában már magasabb lesz, mint amit az akkori teljesítménye indokol. (Salop – Salop [1976], Ehrenberg – Smith [2003] 434-436., Milgrom – Roberts [2005] 568-570., Vandenberghe [2008] 64-65.) Ebben a rendszerben a szankció abból fakad, hogy amennyiben az alkalmazottat szabályszegés miatt elbocsátják, akkor elbukja ezt a „visszatartott bért”. (Milgrom – Roberts [2005] 570.)

Tegyük hozzá, ez a bérezési forma nem csak arra jó, hogy újabb szankció kerüljön a rendszerbe, hanem egyben hatásos *szűrési mechanizmus* is. Szűrési mechanizmus az, amikor *az információhiányban szenvedő fél olyan választás elé állítja a magáninformációval rendelkező felet, hogy annak választásából következtetni tud a magáninformációra.* (Spence [1973], Salop – Salop [1976], Milgrom – Roberts [2005] 220-223.) (Amennyiben az információadást nem a kevésbé informált fél „kényszeríti ki”, hanem az informált fél önként teszi meg – például azért, hogy megkülönböztesse magát a rosszabbaktól –, akkor *jelzésről* beszélünk. Milgrom – Roberts [2005] 217-220.) Ilyen magáninformáció az, hogy a munkavállaló mennyi ideig tervez az adott munkahelyen maradni. A halasztott bérezés elfogadása, vagy elvetése ezt jelzi: ez a bérezés kevésbé vonzó azoknak, akik rövidebb ideig akarnak maradni. Éppen ezért sok munkaadó nem elsősorban ösztönzési célból alkalmazza a halasztott bért, hanem azért, hogy ennek révén szűrhesse ki azokat, akik hosszabb időre hajlandóak elkötelezni magukat.

Érdemes egy másik példát is hozni a szűrésre, vagyis arra, amikor az informálatlan fél olyan választás elé állítja a partnerét, amelyből következtethet a magáninformációira. Ilyen a sztrájk, amely arra alkalmas, hogy kiderüljenek a munkaadó magáninformációi a vállalat gazdasági lehetőségeiről. Egy olyan munkaadó, amely jelentős profitot ér el (de ezt a munkavállalói nem tudják) általában gyorsabban megegyezik, hiszen minden sztrájknapal sok pénzt veszít. Egy rosszabbul teljesítő keményebben ellen fog állni a sztrájkolók követeléseinek – neki nem akkora a vesztesége a sztrájkból. (Ehrenberg – Smith [2003] 527-528., Milgrom – Roberts [2005] 444.)

³⁴ Amennyiben sok (szélsőséges esetben: az összes) munkaadó ezt a módszert alkalmazza, és megemeli a bérét, akkor munkanélküliség alakul ki. Ez pedig csak tovább erősíti ezt az ösztönzöt: az elbocsátott munkavállaló nemhogy alacsonyabb bérért nem talál munkát, de lehet, hogy semmilyenért sem – vagy csak nagyon sokára.

Az elbocsátás szabályozása. Láttuk, hogy mind a hatékony bérezés, mind a halasztott bérezés esetén roppant fontos az elbocsátás lehetősége. Ha a munkaadó nem, vagy csak nehezen küldheti el a lazsláson kapott, saját érdekeit a vállalat, a munkaadóé elé helyező alkalmazottját, akkor nehezebben alakíthat ki erős ösztönzőt.

Másik oldalról viszont hasznos is lehet ez a munkaadónak: ösztönzi a munkavállalók idioszinkratikus beruházásait. Mivel az alkalmazott nehezebben bocsátható el, ezért tudhatja, hogy nehezebben is lehet majd elvonni tőle a specifikus beruházásai hozamát – ennek ugyanis tipikus módja az, hogy a munkaadó elbocsátással fenyegeti a munkavállalót, ezzel próbálja „kizsarolni” a munkaszerződés módosítását. Nem véletlen, hogy – a specifikus tudás felhalmozásában érdekelt – munkaadók sokszor önként is vállalnak garanciát az elbocsátás nehezítésére. Azonban, ha ezt önkéntes alapon teszik, az visszaüthet: ha nem minden munkaadó teszi meg, hanem csak egyesek, akkor ők számíthatnak arra, hogy a rosszabb minőségű munkaerőt fogják vonzani. Épp ezért lehet az elbocsátás törvényi korlátozása hatékony – segíthet abban, hogy a munkavállalót ilyen tudás megszerzésére sarkallja. (Levine [1991], Eger [2003]).

Szolgálja az elbocsátás korlátozása a halasztott bérezést – és ezzel a szűrést – is. (Milgrom – Roberts [2005] 570.) A munkavállalónak kevésbé kell attól tartania, hogy a munkaadó a karrierjében előbbre tartó, ezért a halasztott bérezés rendszerében már magasabb bérre jogosult munkavállalóját csak azért bocsátja el, hogy olcsóbb, fiatalabbal pótolja.

4.5.4. Előléptetések

Ha a munkavállaló hajlandó hosszabb távra elköteleződni, akkor a munkaadó nem csak a halasztott bérezés révén teremthet ösztönzést, hanem az előmeneteli rendszeren keresztül is. Alacsonyabb és magasabb beosztások hierarchiáját alakítja ki, ahol a magasabb pozícióhoz magasabb fizetést kapcsolnak. A dolgozóknak azt ígéri ez a rendszer, hogy a jó teljesítményük jutalma az előmenetel lesz. Pontosabban a legjobb jutalma lesz ez – mert évente általában meghatározott számú magasabb pozíció ürül meg.

Az előmeneteli rendszer előnyei. Ezen ösztönzési forma előnyeként általában azt emelik ki, hogy a működtetéséhez kevesebb információ kell, mint a premizálási rendszerhez. *Nem kell mérni, hogy adott munkavállaló pontosan mennyit teljesít, csak a sorrendjüket kell tudni – pontosabban azt, hogy ki van azon az első néhány helyen, amely előmenetelre jogosít.* Előnyként szokott megfogalmazódni az is, hogy ebben a rendszerben a munkaadó nem érdekelt abban, hogy rosszul mérje a teljesítményt: ösztönző bérezésnél ez kihathatna arra, hogy összesen mennyi jövedelmet kell fizetni – itt nem, mert az első így is úgy is „feljutnak”. (Milgrom – Roberts [2005] 486.)

Problémák, kiritkák. Az ilyen előmenetel-alapú ösztönzés egyik legnagyobb problémája az, hogy nem egyszerűen magasabb fizetést, de más feladatot is jelent az előlépés. Abból viszont, hogy valaki az alacsonyabb munkakörben jól teljesített nem következik, hogy alkalmas a magasabb munkakörre is: nem biztos, hogy abból lesz jó vezető, aki a beosztottak között a legjobb teljesítményt nyújtja. (Milgrom – Roberts [2005] 484.)

Ez elvileg kezelhető úgy, hogy az előmeneteli rendszer mellé állítunk egy olyan feltételrendszert is, amely az egyes funkciók ellátásának feltételeit, például képzettségi feltételeit is előírja. Ez

azonban új problémákat generál. Túl azon, hogy ebben az esetben a jó teljesítmény (ha nem társul a megfelelő képzettséggel) jutalmazás nélkül maradhat, de az is kérdéses, hogy a feltételrendszer sikerül-e karban tartani. Különösen, ha a technológia gyorsan változik, vagyis az egyes beosztások hatékony betöltéséhez nem ugyanaz a tudás, képesség kell majd később, mint ma. Általános megfigyelés, hogy az egyes beosztások ellátásának feltételei lassan reagálnak a technológia fejlődésére.

4.6. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezet a munkagazdaságtan és a munkajog közgazdaságtani elemzésének alapjait tekintette át. Ez a terület azonban rengeteg olyan kérdést vet fel, amelyek megértése más jogterületek, más gazdasági, társadalmi kapcsolatok megértésében is roppant fontos.

A kógens szabályok itt bemutatott hatásmechanizmusa (pozitív elemzése) minden olyan jogterület megértésénél fontos, ahol a kormányzat a tilalmak eszközével él – legyen szó fogyasztóvédelemről, környezetvédelemről, építésrendészetről, egyes gazdasági-társadalmi ágazatok szabályozásáról, vagy akár (legáltalánosabb értelemben) büntetőjogról, szabálysértési jogról.

A normatív elemzés alapelvei is átemelhetők más jogágak elemzésébe. Más esetben is elsősorban a harmadik fél védelme (az externália-probléma), illetve a paternalizmus (az adott tevékenységbe belefogó fél megvédése a saját rossz döntéseitől) jelenti az alapvető hatékonysági érvet ilyen tilalmak, kötelezettségek – vagyis kógens szabályok – alkotására. Természetesen, az már eltér, hogy melyik területen éppen melyik probléma mennyire súlyos. Mint például láttuk, a munkajog esetén a harmadik fél védelme talán kevésbé lényeges; más területen (például a környezetvédelemben) vélhetően ez sokkal fontosabb. Vannak olyanok, amelyek majdnem egy az egyben átemelhetők más területre – például az információs aszimmetria, vagy a korlátozott racionalitás itt bemutatott modelljei bukkannak fel a fogyasztóvédelem szükségességéről (határaitól) folyó vitákban.

A munkajogi szabályozás egyik legfontosabb hatékonysági indoka az információs aszimmetria – de az itt látott problémák jelentkeznek például a pénzügy területén is. (Mint mindjárt a következő fejezetben látjuk is majd.) A másik fontos szempont a korlátozott racionalitás volt. Ez felbukkan majd az üzletrészek adásvétele kapcsán. A morális kockázat pedig a menedzsment ösztönzésében is jelen van. (Éppen ezért az ezzel foglalkozó fejezetekben az itt megismert összefüggésekre hivatkozni is fogok.)

IRODALOMJEGYZÉK

Akerlof, George A. [1970]: The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *84 Quarterly Journal of Economics* 488-500.

Autor, David H. [2003]: Outsourcing at will: unjust dismissal doctrine and the growth of temporary help employment. *21 Journal of Labor Economics* 1-42

Ayres, Ian [1998]: Default rule for incomplete contracts, in Peter Newman (szerk.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Palgrave Macmillan UK

- Bar-Gill, Oren [2010]: A fogyasztói szerződések viselkedési közgazdaságtana. 4 *Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás*. 1-25.
- Bartus Gábor – Szalai Ákos [2014]: *Környezet, jog közgazdaságtan*. Pázmány Press, Budapest
- Becker, Gary S. [1975]. *Human Capital*, 2nd edn, National Bureau of Economic Research, New York
- Camerer, Colin – Samuel Isacharoff – George Loewenstein – Ted O’Donoghue – M. Rabinn [2003]: Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for „Asymmetric Paternalism”, *151 University of Pennsylvania Law Review* 1211–1254.
- Coase, Ronald H. [1937/2004]: A vállalat természete. in: Ronald H. Coase: *A vállalat, a piac és a jog*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest. 53-81.
- Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Cserne Péter [2006]: Szerződési szabadság és paternalizmus: adalékok a szerződési jog közgazdasági elemzéséhez. *Századvég 2006/3*, 41-78.
- Cserne Péter [2011]: Duress. in: Gerrit De Geest (szer.): *Contract Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham 57-79
- Csontos László [1998, szerk]: *A racionális döntések elmélete*. Osiris – Láthatatlan Kollégium, Budapest
- Cullis, John – Philip Jones [2003]: *Közpénzügyek és közösségi döntések*. Aula, Budapest.
- Eger, Thomas [2003]: Opportunistic Termination of Employment Contracts and Legal Protection Against Dismissal in Germany and the USA, *23 International Review of Law and Economics* 381-403
- Ehrenberg, Ronald G. – Robert Smith [2003]: *Korszerű munkagazdaságtan*. Panem, Budapest.
- Gyulavári Tamás [2016] in: Gyulavári Tamás (szerk.): *Munkajog*. ELTE Eötvös Kiadó
- Jolls, Christine – Cass R. Sunstein [2006]: Debiasing through Law. *35 Journal of Legal Studies*, 199-242.
- Jolls, Christine – Cass R. Sunstein – Richard Thaler [1998]: A Behavioral Approach to Law and Economics, *50 Stanford Law Review* 1471- 1550
- Levine, David I. [1991]: Just-Cause Employment Policies in the Presence of Worker Adverse Selection. *9 Journal of Labour Economics* 294 - 305.
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Pogarsky, Greg – Linda Babcock. [1997]: Damage Caps, Motivated Anchoring, and Bargaining Impasse, *30 Journal of Legal Studies* 143–159.
- Polinsky, A. Mitchell – Steven Shavell [2007]: The Theory of Public Enforcement of Law. in: A. Mitchell Polinsky – Steven Shavell (szerk): *Handbook of Law and Economics*. Elsevier, Amsterdam, 403-454

- Rajabiun, Reza [2009]: Private Enforcement of Law. in: Nuno Garupa (szerk.): *Criminal Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham 60-89.
- Salop, Joanne – Steven C. Salop [1976]: Self Selection and Turnover in the Labor Market. *90 Quarterly Journal of Economics*, 619-627.
- Salop, Steven C. [1973]: Wage Differentials in a Dynamic Theory of the Firm, *6 Journal of Economic Theory* 321-344.
- Salop, Steven C. [1979]: A Model of the Natural Rate of Unemployment. *69 The American Economic Review* 117-125.
- Shavell, Steven [2004]: *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press, Cambridge, MA.
- Spence, Michael [1973]: Job Market Signaling. *87 Quarterly Journal of Economics*, 355-374.
- Stiglitz, Joseph E. [1974]: Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDC's: The Labor Turnover Model *88 Quarterly Journal of Economics* 194-227.
- Sunstein, Cass R. – Richard Thaler [2003]: Libertarian Paternalism is not an Oxymoron. *70 University of Chicago Law Review*, 1159-1202
- Sunstein, Cass – Richard T. Thaler [2011]: *Nudge*. Manager Kiadó, Budapest
- Tversky Amos – Daniel Kahneman [1974/1991]: Ítéletalkotás bizonytalanság mellett: heurisztikák és torzítások. in: Pápai Zoltán – Nagy Péter (szerk.) *Döntésméleti szöveggyűjtemény*. Budapesti közgazdaságtudományi Egyetem Vállalatgazdaságtan Tanszék
- Vandenberghé, Ann-Sophie [2008]: Munkaszerződések. *3 Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás* 63-77
- Vandenberghé, Ann-Sophie [2011]: Behavioral approach to contract law. in: Gerrit DeGeest (szerk.) *Contract Law and Economics*. Edwar Elgar, Cheltenham:
- Weiss, Andrew [1980]: Job Queues and Layoffs in Labor Markets with Flexible Wages. *88 Journal of Political Economy* 526-538.

FOGALMAK

Kógens szabályok	Kemény paternalizmus
Magánkikényszerítés	Aszimmetrikus paternalizmus
Közösségi kikényszerítés	Puha paternalizmus
Várható szankció	Nudging
Szankció kockázatának visszatartó ereje	Morális kockázat – lazulás
Látencia	Morális kockázat – idioszinkratikus
Externáliák	beruházások elmaradása
A szerződést kötő fél védelme	Specifikus és általános tudás
Kényszer – előidézett vagy exogén	Ösztönző bérezés
Információs aszimmetria	Közvetlen felügyelet
Magáninformáció	Hatékony bérezés
Kontraszelekció	Halasztott bérezés
Korlátozott racionalitás	Szűrési mechanizmusok
Kiegyenlítő bérkülönbség elmélete	Előléptetések rendszere
Túlzott bizalom	

FÜGGELÉK: KORLÁTOZOTT RACIONALITÁSRA UTALÓ TIPIKUS DÖNTÉSI FORMÁK

E függelék a viselkedési közgazdaságtan által azonosított azon tipikus döntési sémákat mutatja be, amelyek a munkaerőpiacon fontos szerepet játszhatnak.³⁵

- (i) Az *elsüllyedt költségek* [*sunk cost*] *hatása az, hogy* döntéseinkben múltbeli költségeket is figyelembe veszünk. Emlékezzünk: a racionális döntéseknek a jövőbeni hasznoktól és költségektől, pontosabban a határhasznokról és a határköltségekről kellene szólnia.
- (ii) A *kiindulópólya-hatás* [*endowment effect*] lényege, hogy pusztán azért értékelünk többre egy dolgot, mert azzal rendelkezünk.

A kiindulópólya hatás jelentkezik például akkor, ha egy cégnél a fizetés attól függ, hogy sikerül-e egy adott célt elérni. A munkavállaló jövedelme magasabb lehet, ha sikerül, alacsonyabb, ha nem. Ezt a helyzetet két módon állíthatjuk elő. Mondhatjuk azt, hogy (i) az alapbér alacsony, de lehet, hogy lesz prémium, és azt, hogy (ii) a bér magas, de ha nem teljesül a feltétel, akkor ezt csökkenteni fogjuk. A két esetben más a kiindulópólya (jelen esetben az alapbér): ugyanazt az eltérést nagyobbban érzékelik a munkavállalók akkor, ha negatív (ha bércsökkenés), mint ha pozitív (ha prémium).

- (iii) *Megfogalmazási vagy keretezés* [*framing*] *hatás*³⁶ akkor jelentkezik, amikor a probléma megfogalmazása, egy viszonyítási pont kijelölése elhúzza a döntést valamelyik irányba. Például Linda Pogarsky és Paul Babcock dokumentálta, hogy a kártérítésként megítélt összeg jelentősen nő akkor, ha a jog tartalmaz egy megítélhető maximális kártérítési szintet: a bírakat ez még akkor is befolyásolta, ha a felső határ jelentősen meghaladta a tényleges kárértéket. Ha volt ilyen horgony, akkor a kártérítés magasabb lett (Pogarsky – Babcock [2001]).

A munkavállalók (és más korlátozottan racionális döntéshozó) esetén példa lehet az ilyen befolyásolásra az, amikor a munkaadó azért indítja irreális bérajánlással a bértárgyalást, hogy „ahhoz képest” már jelentős sikernek tűnjön egy olyan végeredmény is, amit egy magasabb induló ajánlat esetén nem fogadna el.

- (iv) A *lehetőségköltség-hatás* abban az esetben mutatkozik meg, amikor a döntéshozó hajlamos elfelejtkezni a nem pénzbeni költségekről – pontosabban a készpénzben fizetendő kiadásokat, hasznokat fontosabbnak tartja, mint az azonos értékű „időt és fáradságot”.

Aránytalanul lehet rontani a munkafeltételeket, ha cserébe magasabb fizetést ajánlanak.

- (v) Az *önhittség hatása* arra utal, hogy általában túlzottan is bízunk magunkban, a rendelkezésünkre álló információkban.

A rossz munkafeltételek általában kevésbé fenyegetnek egy jó munkást, mint egy rosszabbat: őt csak lényegesen kisebb eséllyel éri baleset. Az önhittség miatt azonban mindenki a valósnál jobb munkásként tekint magára, és ezért a rossz munkafeltételeket a valósnál kisebb veszélynek fogják gondolni.

³⁵ Lásd Cullis – Jones [2003] pp. 195-196. (Más csoportosításokért lásd Csontos [szerk. 1998], Tversky – Kahneman [1974/1991], Vandenberghé [2011].)

³⁶ Nevezik *viszonyítási* [*reference point*] *hatásnak*, a *horgonyhatásnak* is.

- (vi) A *bizonyosság hatás*: e szerint túlzottan is nagy jelentőséget tulajdonítunk annak, ha valamilyen alternatíva esetén nincs kockázat.

A legtöbb munkavállaló inkább választana biztos 300.000,- Ft-os jutalmat, mint azt, amikor a jutalom esélye (például, mert valamilyen cél eléréséhez kötött) csak 80%, de nagysága 400.000,- Ft lenne. Ezzel szemben, ha a két alternatívát úgy módosítjuk, hogy a háromszázezeres jutalom esélye 25%-ra, míg a négyszázezeresé 20%-ra csökken, akkor már az utóbbit. (Cullis – Jones [2003] p. 196) Miért probléma ez? Képzeljük el a helyzetet úgy, hogy a jutalom két feltételtől függ. Az első elérésének esélye 25%. Ha ez a feltétel teljesül, akkor kerül sor az egyik vagy másik elv szerint a jutalomosztásra. Kérdés, hogy a két premizálási séma közül csak mikor kell választani? Az első esetben akkor kellett, amikor már tudjuk, hogy teljesült-e az első feltétel; a másik szerint az előtt.

- (vii) A *kis valószínűség [small probability] hatás* ennek épp az ellentéte: az alacsony valószínűségeket gyakran túlértékelik a döntéshozók.

Könnyen rá lehetne venni a munkavállalót egy olyan ajánlat elfogadására, amely alacsony bért, de – egy nagyon kis eséllyel elérhető cél teljesítéséhez kötött – magas prémiumot ígér.

- (viii) Adott eseményt a valósnál valószínűbbnek tüntethetünk fel, ha kihasználjuk a *közelség torzítását [availability bias]*. Ennek lényege, hogy a mostanában átélt, vagy legalábbis felidézett események valószínűsége nagyobbak tűnik.

A munkavállalóval is el lehet hitetni, hogy valaminek a valószínűsége kisebb vagy nagyobb annak alapján, hogy elrejtünk vagy éppen a szemé elé helyezünk annak megfelelő eseményeket. Például felidézhetjük azon kevés eset egyikét, amikor az előbb említett nagyon ritkán elérhető célt mégis sikerült elérni.

- (ix) A *hiperbolikus diszkontálás* az, amikor *rövidtávon erősebben diszkontálunk*, mint hosszabb távon: a mai 90-et választanánk a jövő évi 100-zal szemben, viszont lemondunk az ötödik évi 90-ről, ha a hatodikban 100-at kaphatunk. Ez a választás inkonzisztens: lehet, hogy most így gondoljuk, de amikor eljutunk az ötödik évhez, akkor már nem így fogjuk. Nem fogunk kitartani a mai döntésünk mellett. Ez az, amit köznapi esetben akaratgyengeségnek nevezünk: mindig a jövőre halasztjuk a dolgokat. Tudjuk, hogy azt valamikor meg kell csinálni – de amikor elérkezik a tervezett idő (vagyis már az lesz a ma), akkor azt ismét elhalasztjuk.

A munkavállalóra is igaz, hogy a fontos, de rövidtávon költséges döntéseit szívesen halogatja. Tudja például, hogy tanulnia kellene, de az azzal járó időt sajnálja rászánni – szívesen halasztgatja. Éppen ezért, hiába tervezi most, hogy meghatározott idő múlva elkezdje a képzést – amikor eljön a kezdés időpontja szívesen tolja tovább.

5. A TÁRSASÁGOK FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEI

Melyek a jó beruházási lehetőségek? Ezek költségeit milyen forrásból érdemes finanszírozni? A vállalat által generált nyereség mekkora részét érdemes osztalékként kifizetni? A befektetők milyen formában helyezik el megtakarításaikat: hitelt adnak-e (közvetlenül ők, vagy bankba teszik a pénzüket és akkor a bank hitelez), vállalati részesedést vásárolnak, vagy valamilyen más formában tartják azokat? Milyen áron (tőkeköltséggel) hajlandóak pénzt adni? Mik azok a technikák, amikkel a vállalkozás leszoríthatja ezeket a költségeket?

Az előző fejezetben a vállalati hierarchia vállalkozó „alatti” régiójára koncentráltam. Most a vállalkozó „felettire”, a befektetőkre. A kérdés az lesz, hogy miért fektet be valaki egy vállalatba, ha hitelt is nyújthatna – és a másik oldalon: mi veszi rá a vállalkozót, hogy inkább részesedést ajánljon a vállalatból, és ne hitelt próbáljon felvenni.

A fejezet tehát a vállalat pénzügyi viszonyaival foglalkozik. Ennek megértéséhez azonban szükség van azon nyelv alapjainak elsajátítására, amelyen a pénzügyi döntéseket meghozók gyakran beszélnek – ez a számvitel nyelve. Az első alfejezet ezt mutatja be.

A második alfejezet a finanszírozás két legfontosabb eszközével a hitelfinanszírozással és a részesedésvásárlással járó jogi és kockázati viszonyokat tekinti át. Itt látjuk majd azt is, hogy a hitelszerződésekben miképpen próbálnak védekezni az egyes tipikus kockázatok ellen. (A tagok védekezési mechanizmusának itt csak az alapjait ismerjük meg, ez majd a későbbi fejezetek témája lesz.)

Míg a második alfejezet elsősorban a jogi viszonyokra koncentrál, arra, hogy jogi szempontból milyen eltéréseket látunk a két nagy finanszírozási eszköz között, addig a továbbiakban az eltérések azon dimenzióira figyelek inkább, amely a pénzügyi irodalomban hangsúlyos. Először a klasszikus pénzügyi modellek steril világát ismerjük meg – épp azért, hogy lássuk, melyek azok a valós világban megjelenő jellemzők, amik eltéréseket okoznak a két finanszírozás között. Ilyeneket látunk a negyedik alfejezetben: az adórendszer és a túlzott eladósodás (a pénzügyi nyelven: a túlnyúlt hitelek) hatását.

Az ötödik alfejezetben a kockázat egy új megközelítését vezetem be, azt a kockázat-fogalmat, amely már figyelemmel van arra, hogy az egyes beruházások (általában) nem önmagukban állnak, hanem más beruházások, befektetések mellett egy befektetési portfólióban kapnak helyet. Ez – mint majd látjuk – alapvetően befolyásolja azt, hogy egy kockázatkerülő befektető mennyire tekinti kockázatosnak azokat.

A hatodik alfejezetben pedig feloldom a klasszikus pénzügyi modellek – társasági jogi szempontból talán leginkább furcsa – feltevését, azt, hogy a vállalat, a menedzsment mindig a befektetők érdekeit szem előtt tartva dönt. Ez, vagyis a morális kockázat több olyan fontos, a pénzügyi piacon jól ismert jellegzetességet képes magyarázni, amelyet a klasszikus pénzügyi modellek nem.

5.1. A SZÁMVITEL ALAPFOGALMAI

A vállalat pénzügyi döntéseinek megértéséhez érdemes először azt a nyelvet, annak alapjait megtanulni, amely nyelv kifejezéseit a pénzügyi kérdésekben döntéseket hozó emberek előszeretettel használják. Ez a pénzügyi jelentések, a számvitel nyelve.³⁷ A vállalatok évente pénzügyi jelentéseket adnak ki, ami tipikusan három elemből áll:

- (i) a vállalat vagyoni helyzetét bemutató mérlegből,
- (ii) a vállalat éves nyereségét bemutató eredménykimutatásból és
- (iii) a készpénzállomány alakulását bemutató cash-flow jelentésből.³⁸

Ezek olyan egységes fogalomrendszert teremtenek, amely révén le tudjuk írni a vállalatok pénzügyi működését. Ez a nyelv többé-kevésbé egységes: az egyes kifejezések a különböző vállalatok esetében többé-kevésbé ugyanazt takarják. De csak többé-kevésbé! Az egyes vállalatok ún. *számviteli politikája* adja meg a pontos jelentést. Például a mérlegekben szerepelnek a vállalat tulajdonában álló gépek, vagy ingatlanok pénzben kifejezett értékei – de ez a vállalati számviteli politika adja azt meg, hogy az adott vállalat milyen módon állapítja meg ezeket. Más vállalatok más módon számolhatják azokat. Ha a számviteli politikák ezen eltéréseire nem figyelünk, és a különböző vállalatok pénzügyi adatait, jelentéseit ezen különbségekre nem figyelve vetjük össze, akkor komoly tévedéseket követhetünk el. Ebben az alfejezetben azonban csak az alapokat tekintem át, amelyek még (nagyjából) egységesek mindenhol.

Mérleg. A mérleg egy pillanatfelvétel a vállalat vagyoni helyzetéről. Egyszerre mondja meg, hogy az adott pillanatban mivel (milyen tulajdonnal, milyen jogokkal, milyen követelésekkel) rendelkezik egy vállalkozás, és hogy miből van, miből volt erre forrása.

Amivel a vállalat rendelkezik, azt *eszközöknek*, vagy *aktíváknak* hívjuk. Ezek között találjuk a vállalat tulajdonában álló dolgokat, az ún. immateriális javakat (például a vállalat különböző jogait, a szabadalmakat, a brandet, stb.), vagy a pénzügyi befektetéseket. De az eszközök között található a pénzállomány és a másokkal szembeni követelések is.

A *források (passzívák)* között két fontos formát különíthetünk el: a saját forrást és az idegenektől érkező forrást. *Saját forrás* az, amit a vállalat a tagoktól kap, illetve, amit maga „keres meg” – vagyis az eredménye, a nyeresége. A saját forrás a vállalaté, ő dönthet róla (például arról, hogy osztalékként ennek egy részét kifizeti-e a tagoknak). E saját forrásokon belül a tagoktól érkező befizetés a *jegyzett tőke* nevet viseli.

Az idegen tőkéről a vállalat nem dönthet szabadon – ezzel valaki másnak tartozik, ez valaki más felé fennálló *kötelezettség*. E kötelezettségek között szerepelnek olyanok is, amit a szó köznapi értelmében hitelnek nevezünk (például, amikor egy bank, vagy egy magánszemély ad kölcsönt), de itt találjuk az ún. *kereskedelmi hiteleket* és a *kényszerhiteleket* is. Kereskedelmi hitel akkor jön létre, amikor valaki halasztott fizetést enged a vállalatnak; kényszerhitel pedig akkor, ha a vállalat nem fizet határidőre.

³⁷ Részletesebb bemutatásért lásd. Bodie et al [2011] 91-97.

³⁸ Utóbbi a magyar számviteli szabályok szerint nem kötelező, de mivel a nemzetközi standardok szerint az, így sok vállalat elkészíti ezt is.

A két alapvető finanszírozási forma közül a hitel tehát az idegen tőkét, a kötelezettségeket növeli, a tag befizetése pedig a saját tőkét, azon belül a jegyzett tőkét.

Mivel a mérlegben ugyanúgy választ kell adni arra is, hogy mivel rendelkezik a vállalat (mik az eszközök, az aktívák) és arra is, hogy miből finanszírozta ezt (mik a források, a passzívák), így a két oldalnak egyenlőnek kell lennie. Ha például a vállalat beruházást hajt végre, az növeli a befektetett eszközök nagyságát – akkor ezzel egyidőben a mérlegnek valahol máshol (lehet, hogy több helyen is), változnia kell.

- Ha a beruházás finanszírozása érdekében hitelt vett fel, akkor a kötelezettségállomány nő.
- Ha befektetők, tagi részesedésért cserébe finanszírozták azt, akkor a saját tőke nő.
- Ha meglevő pénzeszközeiből fedezte, akkor a pénzállomány csökken.

A mérlegben két „kitüntetett sor” van, aminek alakulását részletesen is be szokás (illetve jogi, számviteli előírások miatt be is kell) mutatni: az egyik az adózott eredmény, amit az eredménykimutatás támaszt alá; a másik pedig a pénzeszközök állománya, amit a cash flow jelentés.

5.1. táblázat: A mérleg szerkezete

ESZKÖZÖK (aktívák)	FORRÁSOK (passzívák)
Befektetett eszközök	Saját tőke – ebben:
- Immateriális javak	- jegyzett tőke
- Tárgyi eszközök	- be nem fizetett jegyzett tőke
- Befektetett pénzügyi eszközök	- tartalékok*
	- adózott eredmény
Forgóeszközök	Céltartalék
- Készletek	Kötelezettségek – ebben:
- Követelések	- rövid lejáratú
- Értékpapírok	- hosszú lejáratú
- Pénzeszközök	
Aktív időbeli elhatárolások	Passzív időbeli elhatárolások

* tőketartalék, eredménytartalék, lekötött tartalék, értékelési tartalék

Eredménykimutatás. Adott évről – az előző mérleg zárónapjától, a mostani mérleg zárónapjáig tartó időszak – bevételeit és ráfordításait mutatja be az eredménykimutatás. Az így kiszámolt nyereség az adózás előtti nyereség. Ha ebből a nyereségből levonjuk a nyereségadókat, akkor kapjuk a mérlegben szereplő adózott nyereséget. Általában a különböző tevékenységek (üzlet, pénzügyi, rendkívüli tevékenységek) szerinti bontásban készül.

A legfontosabb kérdés ebben az, hogy miképpen számítjuk a ráfordításokat. A *ráfordítás* ugyanis nem keverendő össze a kiadással – vagyis azzal, hogy mennyit költ a vállalat adott évben. A fő eltérés a kettő között az, hogy amennyiben egy vállalat beruházást hajt végre, az nyilvánvalóan kiadás – de nem ráfordítás. A beruházással szerzett gép, ingatlan, jog (tipikusan) több évet szolgál ki. A ráfordítás azt keresi, hogy adott évben mennyit használ fel, mennyit használ el a vállalat – például ebből a több évig használt eszközökből. Ha a ráfordításokat keressük, akkor ezeket a beruházás miatti kiadásokat meg kell osztani az évek között. Ennek a megosztásnak a módszerét az ún. *értékcsökkenési leírás* adja meg: azt próbáljuk becsülni, hogy az adott évi használat miatt mennyivel csökken az adott eszköz minősége, értéke.

Cash-flow jelentés. A mérleg egyik legfontosabb sora a készpénzállomány nagysága. A készpénz ugyanis a leginkább likvid eszköz: ez az, amit azonnal felhasználhat a vállalat. Más eszközök is felhasználhatók ugyan például arra, hogy a vállalat a kötelezettségeit rendezze, de ezek értékesítése általában időbe telik. Ráadásul a többi vagyontárgy (eszköz) kapcsán értékelési problémák is felbukkanhatnak. Ezen eszközök mérlegben szereplő „értéke” ritkán esik egybe azzal, amennyiért valóban el is lehet adni azokat.³⁹

A pénzállomány tehát kitüntetett helyet kap. Ennek éves változását mutatja be a *cash-flow jelentés*. Ez már nem a ráfordításokkal (például az értékcsökkenéssel), hanem kiadásokkal számol. Általában külön kezelik három részét

- (i) a működési célú cash-flow azt mutatja, hogy mennyi nettó bevételt hoz a vállalat klasszikus üzleti tevékenysége (vagyis ennek bevételeit csökkentik az éves termelési kiadásokkal).

Ezen belül külön ki szokták mutatni az ún. *EBITDA-t* [earnings before interest, taxes, depreciation and amortization], vagyis a kamatfizetés nélküli, adózás és értékcsökkenési leírás előtti eredményt, ami napjainkban az egyik legnépszerűbb pénzügyi mutató – gyakori, hogy a cég „nyereségességét” ennek alapján mérik.⁴⁰

- (ii) a befektetési cash flowból azt olvashatjuk ki, hogy a vállalat mennyi pénzt költött el befektetésekre;
- (iii) a finanszírozási cash flow pedig azt tárja elénk, hogy a vállalat az első két elemnél látott kiadásait (ha meghaladják a bevételeket) miből finanszírozza. A finanszírozási cash-flow esetén a bevétel a hitelfelvétel, illetve a tagoktól érkező befizetés; a kiadás pedig a hitelek visszafizetése és a kamatkiadás.

5.2. FINANSZÍROZÁSI LEHETŐSÉGEK

Ez az alfejezet azt tekinti át, hogy milyen fontosabb finanszírozási formák között is választhat egy vállalkozó, amikor egy kiválasztott projekthez próbál forrást szerezni. A legegyszerűbb megközelítésben (ami a 2.2. ábrán is szerepelt), azt kell eldöntenie, hogy szerződéses alapon hitelt akar felvenni, vagy részesedést ad a vállalatban a befektetőnek. A két megoldás eltérő jogokat ad a finanszírozóknak, és eltérő kockázatokat is jelent a számára. Ezeket tekinti át az alfejezet.

5.2.1. Hitel vagy részesedés

A vállalat számára a hitel kötelezettséget jelent – a forrás csak időlegesen az övé, vissza kell fizetnie. Ezzel szemben a befektetőtől saját tőke érkezik – ez (amíg a vállalatot fel nem számolják) a társaságé marad.

³⁹ Elérhetné ugyan a vállalat, hogy a könyveiben szereplő érték és a piaci érték azonos legyen – például, ha folyamatosan újraértékelné az ingatlanait –, de ezt szinte soha nem teszik. Egyrészt azért, mert az állandó újraértékelés költséges. Másrészt viszont azért, mert ez a pontosság éppen zavaró lenne. Összezavarná ez az olvasókat, hiszen ebben az esetben a vállalat vagyona egyik évről a másikra jelentősen változhatna például egy ingatlanpiaci változás nyomán.

⁴⁰ Matematikai okok miatt: a működési cash-flow nagyságát ezen EBITDA és a forgóeszközök változása adja

Jogok: hitelezők és tagok. A hitelező szerződést köt a vállalattal, amelyben a vállalkozás vállalja, hogy a tartozást adott feltételekkel vissza fogja fizetni. E feltételek között szerepel

- a kamat (mekkora ez; fix vagy változó – vagyis előre meghatározzák az összegét, vagy valami máshoz, például valamilyen más kamathoz kötik-e),
- a futamidő (meddig kell fizetni),
- a fizetés ütemezése (például, hogy azonnal el kell-e kezdeni a visszafizetést, vagy csak egy adott „türelmi időszak” után; hogy folyamatosan ugyanakkora összeget kell-e fizetni vagy sokáig csak a kamatot és a végén egy összegben az ún. tőketartozás, lehet-e előtörleszteni, milyen költséggel [call-premium]; stb.).

Ezzel szemben, aki tagi részesedést kap az nem köt szerződést a vállalattal, nem ígéri neki, hogy meghatározott összeget fog visszakapni. Ő arra lesz jogosult, hogy az osztalékból a rá jutó részt megkapja. Az osztalékkal kapcsolatos várakozása az, ami miatt hajlandó fizetni a társasági részesedéért. Az osztalékra azonban nincs garancia, azt fizetni (jogilag) nem kötelező. Annak nagysága minden évben attól függ, hogy

- (1) milyen a cég teljesítménye, nyereséges-e
- (2) miként döntenek a nyereség felhasználásáról, az osztalékfizetésről.

Amennyiben azonban a menedzsment el akarja kerülni, hogy a részesedések ára essen, akkor évről-évre ki kell fizetnie a tagok által elvárt osztalékot. Mint a fundamentális érték bemutatásakor az első fejezet végén láttuk, a vállalat értéke, és így azon belül a részesedések értéke ettől a hozamkilátástól függ – ha a hozamkilátások romlanak, akkor a részesedések értéke is csökken. A részesedések értékére a vállalat aktuális vagyonának nagysága és minősége csak áttételesen hat: ha nagy és jó minőségű vagyonnal rendelkezik, akkor sokkal várhatjuk, hogy nagyobb jövedelmet tud majd generálni – és a nagyobb jövedelemből nagyobb osztalék is fizethető.

A vállalkozónak, a menedzsmentnek több ok miatt is fontos, hogy a részesedések sokat érjenek. Egyrészt, ekkor kaphat magas árat azokért: ha legközelebb befektetőket keres, akkor több forráshoz juthat, ugyanakkora társasági részesedésért cserébe. Másrészt, ha a részesedések értéke leesik – és azok szabadon adhatók-vehetőek –, akkor ellenséges felvásárlásra kerülhet sor. *Ellenséges felvásárlás* alatt azt értjük, amikor olyanok kezdik felvásárolni a részesedéseket, olyanok válnak taggá, akiket a menedzsment nem szeretne a tagok között látni. Például azért, mert el akarják őt mozdítani a helyéről. (Manne [1965] Milgrom – Roberts [2005] 253-254., 666.)

Kockázatok: hitelezők és tagok. A két finanszírozási alapforma esetén a finanszírozó másféle kockázatokkal szembesül. A hitelező a nemfizetés kockázatával; míg a tag számára az igazán fontos kockázat az osztalék kiszámíthatatlansága. (Klein et al. [2010] 243.)

A *nemfizetés kockázata* azt jelenti, hogy az adós nem biztos, hogy teljesíti ígéretét és visszafizeti azt – vagyis lehet, hogy megszegi a szerződést. (Klein et al. [2010] 244-245.) Minél nagyobb ennek az esélye, a hitelező annál nagyobb kamatot fog kérni – ez a kockázati felár. (Milgrom – Roberts [2005] 288-289., Klein et al. [2010] 11-12, 246-248., Bodie et al. [2011] 455-456.) Ennek oka az eddigiek alapján is viszonylag könnyen belátható: egy befektető (hacsak nem kockázatkereső – de a befektetési piacon ilyen gyakorlatilag nincs) nem adja oda a pénzét, ha a várható visszafizetés jelenértéke nem fedezi azt. A várható visszafizetés pedig a visszafizetési

esély és a fizetendő összeg szorzata. Ha a fizetés esélye csökken, akkor a fizetendő összegnek (és az azt meghatározó kamatnak) nőnie kell ahhoz, hogy a várható visszafizetés ne változzon.

Az osztalék kiszámíthatatlanságát, sokszínűségét annak varianciájával, szórásával mérjük. A pénzügyi irodalom ezt *volatilitásnak* nevezi. (Klein et al. [2010] 243., Bodie et al. [2011] 359., 361-363.) Ha a befektetők kockázatkerülők, akkor egy volatilisabb (nagyobb varianciájú, szórású) osztalékot ígérő társaság csak rosszabb feltételekkel találhat befektetőt. Például kockázati kamatfelárat kell ígérnie; ugyanazt a részesedést olcsóbban kell adnia; esetleg egyéb jogokat is garantálnia kell a beruházónak – például vétőjogot különböző döntésekben (Klein et al. [2010] 11-12.).

5.2.2. Hitelezők és tagok közötti érdekütközések: a projektek kockázata

A hitel és a befektetés megtérülése közötti egyik különbség tehát az, hogy mennyire biztos azok megtérülése. A másik különbséget az irodalom általában úgy fogalmazza meg, hogy a finanszírozott projekt által termelt első forintokat a hitelezők kapják. Egész addig, amíg a vállalat nem termeli ki azt az összeget, amit adott évben a hitelezők követelnek, addig a befektetők nem jutnak osztalékhoz. Ők csak az e fölötti jövedelemből részesedhetnek. Ez a hitelkötelezettséget meghaladó többlet növeli a vállalat aktuális vagyonát, ebből fizethető osztalék. (Milgrom – Roberts [2005] 242-244., 649-650., Klein et al. [2010] 271., Bodie et al. [2011] 563-564.)

Emiatt viszont a vállalat értékének maximálásában érdekelt befektetők kockázatosabb projektek megvalósításában érdekeltek, mint a vállalatnak kölcsönt adó hitelezők. Mivel a tagok vélhetően könnyebben befolyásolhatják a vállalat döntéseit, így a hitelezőknek ez ellen a – szemükben túlzott – kockázatvállalás ellen védekezniük kell. Erre több eszközük is van; ebben a pontban a két legfontosabbat mutatom be az ún. kovenánsokat és a vagyoni biztosítékokat.

Az egyszerűség kedvéért induljunk ki abból, hogy a vállalat, a menedzsment döntéseit az motiválja, hogy a vállalat, és így a tagok részesedéseinek értékei maximális legyen. Ezzel egyelőre eltekintek attól, hogy a menedzsment döntései nem mindig a vállalat értékének maximálását, és ezzel a tagok érdekeit szolgálják. (Ezt a feltevést az 5.6. alfejezet oldja majd fel.) A gyakorlatban ez a most elemzett helyzet, egy a tag által menedzselt kisvállalkozás esetében szokott előállni.

A kockázatos projektek hozamának eltérő értékelése. A kockázatosabb projektek hozama volatilisabb: ha rosszul alakulnak a körülmények, kevesebbet hoznak, ha jól, akkor többet, mint egy kevésbé kockázatos projekt. A hitelezők azért nem támogatják az ilyen kockázatosabb projekteket, mert ebből őket elsősorban az érdekli, hogy rossz esetben kisebb lesz a hozam – vagyis ha rossz körülmények esetén nem kapják meg a pénzüket, akkor egy kockázatosabb projekt esetén még kevesebbet fognak kapni, még több hitelük „ragad bent”, többet kell „leírniuk”. Őket az nem érdekli, hogy jó esetben a tagok többet kapnak.

Tegyük fel, hogy egy cég 50 kölcsönt vesz fel. Egy olyan beruházást szeretne vele indítani, amely, ha sikeres, (jelenértéken) 80 egységnyi nettó bevételt hoz. Ha nem lesz sikeres, akkor a hozam csak 40 lesz. A hitelező úgy számol, hogy ha a program sikertelen, akkor a 40 fölötti tartozás behajthatatlan lesz – le kell majd írnia a hitelt, le kell mondania annak behajtásáról.

Az egyszerűség kedvéért tegyük fel, hogy a két eset valószínűsége egyforma. A projekt várható hozama tehát $60 (=0,5 \times 40 + 0,5 \times 80)$

Ekkor a vállalat értékének várt növekedése 15: amikor a program sikertelen, akkor a vállalat elveszíti ugyan a 40 bevételt, viszont eltűnik a korábban a vállalat könyveiben szereplő 50 hitel is – mivel a hitelező leírja azt. Vagyis ilyenkor a vállalat – ahhoz képest, hogy nem indítja el a programot – nem is nyer és nem is veszít semmit. Viszont ha a program sikeres (ennek, ugye 50% az esélye), akkor megtarthatja a bevétel hitelt meghaladó részét, vagyis a 30-at. Ennek várható értéke 15 ($15=50\% \times 30$.)

A hitelező várható vesztesége pedig 5, hiszen, amikor a projekt sikeres 0-n lesz, ha sikertelen, akkor 10-et bukik. ($5=50\% \times 10$).

Tegyük most fel, hogy a hitel felvétele után megjelenik egy új lehetőség is: az 50 egységnyi kölcsönt fel lehet használni egy kockázatosabb projektben is. A projekt azért kockázatosabb, mert sikertelenség esetén a hozam csak 10 lenne, viszont sikeres esetén (amelynek továbbra is 50% az esélye), akkor a hozam 90-re nő. Ekkor

- o a projekt várható hozama 50-re csökken.
- o a vállalati vagyon várható növekedése 20-ra emelkedik ($20=50\% \times 40$)
- o a hitelező várható vesztesége 20-ra nő ($20=50\% \times 40$).

(A két döntési alternatíva értékelését az 5.2. táblázatban láthatjuk.)

A tag érdeke nyilvánvalóan az utóbbi, a nagyobb kockázatot hordozó beruházás megvalósítása, hiszen emellett nagyobb a vállalat várható vagyonnövekedése. A hitelező ezzel szemben a kevésbé kockázatos beruházást preferálja, hiszen ott kisebb a várható vesztesége.

5.2. táblázat Kockázatosabb és kevésbé kockázatos döntés összehasonlítása

	Eredeti beruházás			Új lehetőség		
	Szerencse	Balszerencse	Várható	Szerencse	Balszerencse	Várható
A vállalati vagyon változása	30	0	15	40	0	20
Hitelező vesztesége	0	-10	-5	0	-40	-20
A beruházás várható hozama	30	-10	10	40	-40	0

A siker esélye mindkettőnél 50%. A be nem hajtható adósságot leírják.

Kamatemelés és kontraszelekciós: hiteladagolás. Az előbb azt mondtam, hogy a visszafizetés esélyének csökkenésével a fizetendő összegnek nőnie kell. Ez azonban csak a nemfizetés esélyének kisebb növekedése esetén alkalmazható eszköz. Ha a nemfizetés esélye magasabb, akkor a hitelezők nem ehhez nyúlnak: inkább alacsonyan tartják a kamatot és megpróbálják megszüntetni azt, hogy kinek is adnak hitelt. Ezt a mechanizmust nevezi a közgazdasági irodalom *adagolásnak*. (Milgrom – Roberts [2005] 215-216., Tirole [2006] 241-249.)

Erre azért van szükség, mert az adós, a vállalat mindig jobban ismeri a saját kilátásait, mint a hitelező – ez az ő magáninformációja. A magáninformáció pedig – a munkaerőpiachoz hasonlóan itt is – *kontraszelekciót* okozhat: a magasabb kamatot épp azok az adósok lesznek hajlandóak inkább bevállalni, akiknél a nemfizetés kockázata nagyobb. (Stiglitz – Weiss [1981], Milgrom – Roberts [2005] 215-216) Egy rossz adós számára (aki mondjuk csak 60% eséllyel fizet) ugyanaz a fizetendő összeg kisebb várható költséget jelent, mint egy jó adósnak (aki mondjuk 90%-ban fizet). Ha a fizetendő összeget emeli a hitelező, akkor az a jó adós számára nagyobb teher, kevésbé elfogadható – könnyen lehet, hogy adott kamat mellett ő már nem is kér hitelt. Vagyis a fizetendő összeg, a kamat emelése a jó adósokat riasztja: a hitelezőnek tehát más eszközt kell keresnie. Meg kell próbálni *szűrni* a hitelt kérőket. Ennek a jól ismert formája az, hogy hitelbírálatot folytat le: nem ad mindenkinek hitelt, aki adott kamat mellett hajlandó

lenne felvenni, hanem csak azoknak, akik ezen hitelbírálat alapján megbízható, jó adósnak tűnnek.

De nem ez a hiteladagolás az egyetlen eszköz, amelynek révén védekezni lehet a nemfizetés kockázatának növekedése ellen. Eszközt kínálnak erre a kovenánsok és a biztosítékok is.

Kovenánsok. Az adósok a szerződésben nem egyszerűen azt vállalják, hogy adott feltételekkel visszafizetik a hitelt, hanem bizonyos magatartási szabályok betartását is. Ezeket nevezzük *kovenánsnak*. Ezek megszegése szerződésszegésnek minősül, és általában a hitel felmondására ad jogot a hitelezőnek, vagyis kérheti a tartozás azonnali visszafizetését. Tipikus kovenánsok (Tirole [2006] 103-106, Klein et al. [2010] 255-259.) például azok, amelyek értelmében a hitelt felvevő vállalat például vállalja, hogy

- a vagyon védelmével kapcsolatban bizonyos lépéseket megtesz (például biztosítást köt);
- nem fizet szabadon osztalékot (tipikus, hogy képletekkel szabályozzák az osztalék maximumát; esetleg a hitelfelvételt követő hosszabb-rövidebb időszakra teljesen ki is zárják)⁴¹;
- újabb hitelt nem vesz fel⁴²;
- tőkekiadásait (beruházásait) nem növeli adott szinten túl;
- a már meglévő tulajdont nem terheli meg (például jelzáloggal), bizonyos vagyontárgyakat nem értékesít – illetve általában nem értékesíti vagyonát (csak a gazdasági tevékenység normális működése körében – bizonyos szinten túl nem);
- nem kezd új tevékenységbe;
- nem alakul át, nem egyesül más céggel (vagy csak a szerződésben megszabott speciális feltételek mellett);
- hitelek, pontosabban a hosszútávú hitelek (a mérleg nyelvén: a kötelezettségek) és a saját tőke arányát nem emeli adott szint fölé – ezt az arányt nevezzük *tőkeáttételnek* (Klein et al. [2010] 8.);
- nem szegi meg semmilyen hitelkötelezettségét (nem csak az adott szerződést, vagy az adott hitelezővel fennálló más szerződését, hanem *senki mással szembeni* kötelezettségét sem) – ez az ún. *cross-default*;
- helyet biztosít a hitelező képviselőjének a cég vezetésében. (Tegyük hozzá: vannak olyan jogrendszerek is, amelyek kifejezetten tiltják, hogy a hitelező bekerüljön a cég vezetésébe.)

Ezen tipikus előírások között több olyat találunk, amelyek révén a vállalat kockázatvállalását korlátozhatja a hitelező. Ilyen az új projektek indítását (vagy a vállalatösszeolvadást) akadályozó kikötés. De ilyen az osztalékfizetés korlátozása is, hiszen ezzel legalább azt eléri a hitelező, hogy a tag osztalékként nem juthat hozzá a kockázatosabb beruházás esetleges hozamához, és ezért vélhetően kevésbé is lesz érdekelt az ilyen kockázatvállalásban.

Biztosítékok. Míg a hitel „csak” egy szerződés, amelynek esetleges megszegésekor a bíróságtól kell kérni a szankciót, a hitelezők sokszor megpróbálnak olyan szankciókat is a szerződésbe

⁴¹ Tegyük hozzá: nem csak a közvetlen osztalékfizetést korlátozzák ezek, hanem bármilyen olyan tranzakciót, amiben azt „el lehet rejteti” – például a részvények visszavásárlását is. (Klein et al. [2010] 256.)

⁴² Még akkor sem, ha azokat a már meglévő hitelek mögé sorolják, vagyis csak akkor lehet az azokból fakadó tartozásokat kifizetni, ha az adott hitelből származó tartozásokat adott időszakban már teljesítették.

építeni, amelyek bíróság bevonása nélkül is alkalmazhatók a nemfizető adóssal szemben. Ezek egyik legfontosabb formája az ún. *dologi jogi biztosíték*, például a zálog. Ez azt jelenti, hogy amennyiben az adós a szerződést nem teljesíti, akkor a hitelező valamilyen formában „megszerzi” egy vagyontárgyát.⁴³ A magyar – és sok más – jog szerint ez a „megszerzés” csak annyit jelent, hogy elárverezheti, eladhatja azt; a befolyó bevételből, vételárból pedig megtarthatja a tartozás összegét, viszont az e fölötti részt vissza kell adnia az adósnak.

A biztosítékok több ok miatt is csökkentik az adós késztetését arra, hogy többletkockázatot vállaljon. Legegyszerűbb e tekintetben a biztosítékok direkt és indirekt hatását megkülönböztetni. (Adler [1999]) *Direkt hatás* az, hogy emiatt nő a nemfizetés költsége, szankciója. Elsősorban azért, mert a hitelező hozhatja meg a vagyontárgy értékesítésével kapcsolatos döntéseket (például azt, hogy mikor történik az, kivár-e egy jobb ajánlat reményében, stb.). Emiatt várhatóan olcsóbban fogják eladni a vagyontárgyat, mint amilyen várható árat az adós érne el. Az alacsonyabb árból fakadó veszteség pedig az adós vesztesége lesz: ennyivel kevesebbet kap vissza az értékesítés utáni elszámoláskor.⁴⁴ A biztosíték ezért azt jelenti, hogy rossz esetben az adóst is veszteség éri: az alacsonyabb vételár miatt elveszíti vagyonának, a vagyon értékének egy darabját is.⁴⁵

Legyen a tartozás 5, érjen a piacon a zálogtárgy 8-at – a közgazdász azt mondaná: a vagyon nettó értéke 3 (= 8 – 5). Ha érvényesítik a zálogjogot, és eladják a vagyontárgyat, akkor ugyan az adós elbukik 8 értéket, viszont megszűnik az 5 tartozása és kap 3 készpénzt. Vagyis éppen annyi készpénze lesz, mint amennyi korábban a nettó vagyona volt.

Ha azonban a zálogtárgyat csak 5,5-ért értékesítik, akkor nem 3, hanem csak 0,5 készpénzt kap az előző adós. Vagyis ezen bukik 2,5-et az adós. Pont annyit, amennyivel az ár elmaradt a piaci értéktől.

És nem feledkezhetünk el arról sem, hogy a vagyontárgy vélhetően többet ér az adósnak, mint amennyi annak a piaci értéke. Többet ér neki, magasabb az *elfogadási hajlandósága*, mert az adott vagyontárgyat megszokta, ismeri, nem kell újat szereznie, stb. Ha a vagyontárgyat valóban a piaci áron is értékesítenék, ezt az értéktöbbletet akkor is elbukja.

Ha a zálogtárgy az ő számára nem 8-at, hanem 10-et érne (ezért nem adja el a piacon 8-ért), és a hitelező 8-ért adja el, akkor ő ezt a 2-t, vagyis amennyivel az ő értékelése meghaladja a piaci értéket, elbukja.

Az indirekt hatás abból fakad, hogy amennyiben egyes hitelezők elkezdenek biztosítékokat kérni, akkor a többi hitelező „rákényszerül” arra, hogy kovenánsokat alkalmazzon. Amíg választani lehet, addig persze a biztosítékokat preferálják; viszont, ha a hitelezők jó része már biztosítékként lekötötte az adós vagyonának nagy részét, akkor az újabb hitelezőknek már nem

⁴³ Tegyük hozzá: lehet, hogy zálogot nem csak az adós adhat, a zálogtárgy nem csak az övé lehet, hanem másé is. A társaságok hitelezése esetében gyakori, hogy a hitelező eleve a tag, vagy a menedzser valamilyen értékes vagyontárgyát kéri zálogul. Itt azonban csak azt az esetet mutatom be, amikor maga a vállalat valamely vagyontárgya kerül át a hitelezőhöz nemfizetés esetén. (A mások által adott biztosítékok a korlátolt felelősség kérdéskörében tárgyalom majd.)

⁴⁴ Már amennyiben a vételár a fizetendő összeget meghaladja – de ez valószínű, mert különben a hitelező is jobb ajánlatra várna.

⁴⁵ Tegyük hozzá: sok országban ismert, a magyar zálogjogban is újabban megjelenő megoldás az ún. non-recourse loan, amikor az elszámolás elmarad: vagyis a felek abban állapodnak meg, hogy amennyiben az adós nem teljesít, akkor a hitelező megkapja a vagyontárgyat, és ezzel a hitel megszűnik – függetlenül attól, hogy a vagyontárgy kisebb értékű, mint a fennálló tartozás. (Elvileg fordítva is igaz lehet, de akkor az adós nem fogja a magasabb értékű vagyontárgyát átadni – inkább fizet.) Ennek hatásáról lásd Klein et al. [2010] 7., Szalai [2013] 276..

marad biztosítékként adható vagyon. Ők ezért még jobban figyelnek majd a menedzsment kordában tartására – kovenánsok révén.

5.2.3. Alternatív finanszírozási formák

Az előző pont a szerződéses alapon nyújtott hitelt és a tagi részesedést állította szembe. A valóságban azonban az alternatívák köre lényegesen szélesebb. A hitel és a saját tőke befizetése, a taggá válás csak a spektrum két vége. Ezek között rengeteg álmeneti forma képzelhető el. (Tirole [2006] 80-102, Klein et al [2010] 12.) Forrás szerezhető

- eszközök – és különösen követelések – értékesítése révén;
- kötvénykibocsátáson keresztül;
- ún. fiduciárius biztosítékokat nyújtva, amely csőd esetén a hitelezőt jobb helyzetbe hozza, mint ha egyszerűen biztosítékot kötne ki;
- lízing-szerződéseket kötve.

Mindegyik esetében másképp alakul a tagok, a társaság és a hitelező (illetve áttételesen a tagok) kockázata, mindegyik más módon használható szűrésre, mindegyik esetében más magatartási szabályokat kell betartania az adósnak, mindegyik más dologi biztosítékot jelent (ha jelent). Ezeket a hatásokat a fejezet függeléke tekinti át.

5.3. KLASSZIKUS PÉNZÜGYI ELMÉLET: SEMLEGESSÉG, KOCKÁZAT ÉS TŐKEKÖLTSÉG

A klasszikus pénzügyi elmélet sok leegyszerűsítő feltevés mellett sok furcsa előrejelzést tesz. Olyanokat, amelyeknek a valóság ellentmond. Ha azonban meg akarjuk érteni a vállalatok és a befektetők pénzügyi döntéseit, mégis érdemes ezekből elindulni. Ugyanis könnyű belátni: ha a valóságban ezek az előrejelzések nem igazak, akkor azt a feltételek hiánya (és nem más) okozza – vagyis elég a modell feltételeinek hatását végiggondolni.

Előrejelzések. A klasszikus pénzügyi elmélet furcsa következtetései közül érdemes hármat kiemelni: a jelenértékszabályt, a finanszírozás-semlegességet és az osztaléksemlegességet.

- A *jelenértékszabály* szerint a vállalatok azokat a beruházásokat vállalják fel, amelyek esetén a vállalati későbbi jövedelemáramának éppen a piaci kamattal diszkontált jelenértéke meghaladja a beruházás azonnali költségét. (Milgrom – Roberts [2005] 594-596., Klein et al [2010] 354-356., Bodie et al. [2011] 149-154.) Kivételt ez alól csak az ún. *stratégiai döntések* képeznek, amikor egy beruházás következményei nem csak az adott projekt bevételeiben és költségeiben jelentkeznek, hanem a vállalat más projektjeinek hasznait és költségeit is befolyásolják. (Milgrom – Roberts [2005] 598-599.)
- A *finanszírozás-semlegesség* szerint az, hogy a vállalat hitelből vagy tagok bevonásából finanszírozza-e a beruházásait, nem hat a vállalat (és így a részesedések) értékére. (Ez az ún. első Miller-Modigliani tétel lényege. Milgrom – Roberts [2005] 603, Bodie et al. [2011] 552-556., Andor [2015] 99-103.)
- Az *osztaléksemlegesség* (az ún. második Miller-Modigliani tétel) szerint a részesedések értéke nem függ attól, hogy a vállalat a megtermelt profitjának mekkora részét fizeti ki osztalékként, és mennyit tart vissza – mennyit „ruház be újra”, „forgat vissza a

termelésbe” – növelve így a saját tőke mennyiségét. (Milgrom – Roberts [2005] 605., Bodie et al. [2011] 323.-325, Andor [2015] 97-99.)

A feltevések fontossága. Amennyiben ezek az előrejelzések a piacon nem teljesülnek, akkor az annak köszönhető, hogy a modell feltételei nem teljesülnek. Ilyen feltevés az, hogy

- (i) a két finanszírozási forma adóvonzata ugyanaz (ezzel foglalkozik a következő alfejezet első pontja)
- (ii) a befektetők ugyanolyan feltételek mellett vehetnek fel hitelt és takaríthatnak meg, mint a vállalatok (ezzel a feltevessel is a következő alfejezet második pontjában foglalkozom)
- (iii) a tagi részesedések szabadon forgalmazhatók (ez majd a tizedik fejezet témája lesz)
- (iv) nincs morális kockázat és információs aszimmetria a befektetők és a menedzsment között, vagyis a vállalat döntéseit meghozó menedzser a tagok érdekeit követi, a tagi részesedések értékét akarja maximálni (ez lesz az 5.6. alfejezet témája).

5.4. AZ ADÓRENDSZER ÉS A PIACI KÖLTSÉGELTÉRÉS HATÁSAI

A klasszikus pénzügyi modellek egyik előfeltevése, hogy a hitelfelvétel és a tag bevonása ugyanolyan költségekkel járnak a vállalat számára. Másrészt ez a költség ugyanakkor a hitelező/befektető oldalán is. A valóságban ez a két feltétel nyilvánvalóan nem teljesül: egyrészt mivel az adórendszer másképp kezeli, más adóval terheli a hitelt és a tőkét, másrészt mivel ún. túlnyúlt hitelek esetén a vállalat lényegesen drágábban juthat hitelhez, mint a hitelező, befektető.

5.4.1. Adók

Az adórendszer lényegesen olcsóbbá teszi a hitelfinanszírozást, mert a vállalati nyereségadó kedvezőbben kezeli azt, mint a saját tőke emelését.

Az adórendszer alapjai. A vállalatok éves nyereségük alapján nyereségadót fizetnek. Ennek adóalapja a számvitelben látott adózás előtti eredmény.⁴⁶ Finanszírozási döntések szempontjából a legfontosabb adójogi szabály az, hogy a hitelek törlesztése ráfordításnak számít. Tehát, ha hitelt fizet vissza a vállalat, akkor azt ugyanúgy levonhatja a bevételeiből, amiatt ugyanúgy csökken a társasági adó alapja, mint ha munkabéreket fizetne, vagy beszállítóknak fizetne a szolgáltatásokért. A tagok felé fennálló „tartozás” megfizetése, vagyis az osztalékfizetés azonban nem ráfordítás – ezt csak az adózott nyereségből lehet kifizetni.

Ráadásul, ha a nyereséget a vállalat osztalék formájában kifizeti, akkor a tag nem is akkora összeget kap, amennyit a vállalat kifizet – ebből ugyanis osztalékadót is kell fizetnie.

⁴⁶ Pontosabban, az ott látotthoz képest fontos eltérés, hogy a társasági adó meghatározza, milyen ráfordításokat „ismer el” – ez inntől nem a vállalat számviteli politikájának függvénye. Például, pontosan meghatározzák, hogy milyen elv szerint számított értékcsökkenést számolhat el a vállalat. Ha a vállalat szabadon dönthetne erről, akkor vélhetően nyereséges években magas értékcsökkenést számolna el – így csökkentve az adóalapot. Veszteséges években pedig semmit.

Finanszírozási döntés. Amikor egy vállalat vezetése arról dönt, hogy hitelből vagy a részesedések révén érdemes-e előteremteni a szükséges forrásokat, akkor nem tévesztheti szem elől ezt az adózási különbséget. Ez ugyanis azt eredményezi, hogy ugyanakkora, a befektető által elvárt összeg előteremtése hitel esetén könnyebb. (Milgrom – Roberts [2005] 604., 645., Klein et al [2010] 389-393., Bodie et al. [2011] 55-560.)

Tegyük fel, hogy a beruházók 1.000-et fektetnek be és évi 10%-ot várnak el – vagyis évi 100-at. Ezt hitelfinanszírozás esetén minden olyan projekt „kitermeli”, aminek éves nettó hozama (éves bevételei csökkentve az egyéb kiadásokkal) 100. Ezzel szemben 20%-os társasági adó és további 20%-os osztalékadó esetén a tagok hozama csak akkor lehet 100, ha a vállalat jövedelme 166,67. (A 20%-os osztalékadó azt jelenti, hogy a kifizetett osztaléknak csak 80%-a marad meg a tagnak. Tehát 125-öt kell kifizetni osztalékként, hogy a tagnak 100 jusson; $125 \times 80\% = 100$. Viszont a 20%-os nyereségadó azt jelenti, hogy a nyereségnek csak 80%-át lehet kifizetni osztalékként. Vagyis ahhoz, hogy ez 125 legyen 166,67 adózás előtti nyereség kell: $166,67 \times 80\% = 125$.)

5.4.2. Túlnyúlt hitelek problémája

A valóságban a vállalkozás számára a hitel lényegesen drágább lehet, mint a befektetők számára. Ennek egyik oka az ún. túlnyúlt hitelek problémája. Ez akkor áll elő, amikor *a vállalatnak nincs elegendő készpénze arra, hogy az aktuális hiteleit rendben fizesse, de vannak jó beruházási lehetőségei* – olyanok, amelyek jelenértéke pozitív, vagyis amelyek növelnék a vállalat vagyont. (Milgrom – Roberts [2005] 650-651., Tirole [2006] 125-127.)

Paradoxon. Ilyen esetben mivel a vállalkozás az aktuális hiteleit sem fizeti rendben, a hitelezők nem lesznek hajlandóak neki új hitelt adni, hacsak komoly garanciákat nem kapnak a visszafizetésre. Ilyen garancia lehet például az, ha az adós vállalná, hogy az új hitelt fogja először visszafizetni – vagyis a régebbi hitelezők csak akkor jutnak bármilyen pénzhez, ha az új hitelekből fakadó kötelezettségeit teljesen rendezte. Első ránézésre úgy tűnik, hogy a régi hitelezők az ilyen garanciákat persze ellenezni fogják.

A helyzet paradoxona azonban az, hogy ha a beruházás valóban jó, akkor annak megvalósítása a régebbi hitelezőknek is érdeke: ha emiatt nő a vállalat vagyona, akkor az általuk kapott várható összeg is nő. Még akkor is, ha az új hitelezőket ilyen előnyökben részesítik.

Tegyük fel, hogy egy vállalat hiteltartozása 100-zal meghaladja a vagyont. Vagyis, ha mindent pénzzé is tenne, akkor sem tudna tartozásaiból 100-at visszafizetni. A vállalat új beruházási lehetősége akkor valósítható meg, ha további 50 hitelt tud felvenni – viszont ennek a beruházásnak a hozama 80 lenne. Másként fogalmazva: ha e beruházás megvalósul, akkor a társaság 30-cal több hitelt tudna visszafizetni, akkor is, ha a 80 nettó bevételből az új hiteleket mindenképpen visszafizetik, vagyis abból 50 az új hitelek nyújtóinak jut.

Újratárgyalás, szerződésmódosítás. Túlnyúlt hitelek esetén tehát a régi hitelezők is érdekeltek lehetnek abban, hogy megengedjék az új beruházások ilyen az új hiteleket védő többletgaranciákkal megtámogatott finanszírozását. De hiába érdekeltek, nem biztos, hogy valóban hozzá is járulnának egy ilyen beruházáshoz. Egyrészt nem biztos, hogy sikerül bizonyítani számukra ezt az összefüggést – nem látják azt, hogy a beruházás valóban az ő hitelének megtérülését is javítja.

Másrészt, azok a hitelezők, akiknek nem az adott vállalat az egyetlen adósuk okkal tarthatnak attól, hogy amennyiben engednek, akkor a „puha hitelező” képe alakul ki róluk. A „puha hitelezők” pedig számolhatnak azzal, hogy az adósaik – ha kell, ha nem – ilyen enyhítési kérésekkel bombázzák majd őket. Vagyis könnyen lehet, hogy megéri számukra ellenállni: az a veszteség, amit az adott hitel – az adott beruházás elmaradásából fakadó – alacsonyabb várható visszafizetése miatt szenvednek el, elmarad attól, amit azon nyernek, hogy a többi partnerük nagyobb valószínűséggel teljesíti rendben a szerződését.

5.5. A TŐKEKÖLTSÉG: A KOCKÁZAT JELENTÉSE, A KOCKÁZATI FELÁR

A *tőkeköltség* az a hozam, kamat, amit a hitelező, vagy befektető elvár. Láttuk, hogy ezt a tőkeköltséget, az elvárt hozamot az időpreferencia és a kockázat együtt határozza meg. Ha kockázatosabb a befektetés, akkor magasabb az attól elvárt hozam. A mostani alfejezet kérdése az, hogy minek alapján számítódik ez a felár.

Mint láttuk fenn, két eltérő kockázat bukkan fel a pénzügyi irodalomban, a pénzügyi számításokban: a nemfizetés kockázata és a volatilitás. A *nemfizetés kockázatát* egyszerűen mérhetjük: már a várható érték, várható bevétel is jelzi. (Klein et al. [2010] 248.) Ha a nemfizetés kockázata nő, akkor – változatlan fizetendő összeg esetén – csökken a fizetés valószínűsége és ezzel a várható visszafizetés. Érdekesebb ezért a *volatilitás* hatására koncentrálni. Ennek kapcsán is igaz, hogy a kockázatosabb (volatilisabb) projektek esetén nő a tőkeköltség, nagyobb várható hozamot, felárat várnak el a befektetők, de a diverzifikálás miatt a kockázatot itt kicsit pontosabban kell definiálni annál, ahogy az első fejezetben megtettük. A kockázat ugyanis felbontható két elemre, a szisztematikus (vagy nem diverzifikálható) és az egyedi, idioszinkratikus (diverzifikálható) kockázatra – és az elvárt hozam meghatározásakor csak az elsőt veszi figyelembe a piac.

Portfólióelmélet – diverzifikálás. Eddig úgy fogalmaztam, hogy a nagyobb volatilitás, a nagyobb szórás, a nagyobb variancia nagyobb kockázatot jelez. Ez azonban csak akkor igaz, ha a befektető egyetlen projektben érdekelt. Ha a befektetéseit *diverzifikálja (megosztja)*, ha több projektbe fektet be (többeket hitelez, több cégben van részesedése, stb.), akkor az adott befektetés kockázatát már nem csak az határozza meg, hogy annak hozama mennyire változékony, hanem az, hogy amikor ez a befektetés *a már meglevő befektetések mellé* lép, vagyis egy *befektetési portfólió részévé válik*, akkor emiatt *a teljes portfólió varianciája, szórása hogyan változik*. Egy önmagában nagyon kockázatos beruházás is csökkentheti a teljes portfólió kockázatát, ha az adott projekt és a többi befektetés „negatívan korrelál”, vagyis az adott befektetés tipikusan akkor hoz (magához, az átlagához képest) sokat, amikor a portfólió átlag alatt teljesít. Több kockázatos befektetés együtt lehet, hogy kisebb kockázatot jelent, mint azok elemei külön-külön. Ha a befektető diverzifikál, több projekt között megosztja a megtakarítását, akkor ezzel csökkentheti a kockázatot. (Markowitz [1952], Bodie et al. [2011] 390-394., 421-437.)

Tegyük fel, hogy valaki azt kérdezi, hogy hajlandóak vagyunk-e fogadni egy teniszmeccsre. Az ajánlata az, hogy ha A játékos nyer, akkor fizet 6.000-et, de ha B nyer, akkor nekünk kellene fizetnünk 2.000-et. Becslésünk szerint B győzelmi esélye 75%. E becslés esetén a fogadás várható értéke 0 ($= 0,25 \times 6.000 - 0,75 \times 2.000$). Varianciája: 12.000.000 ; szórása pedig 3.464. Vagyis egy

kockázatkerülő ember ezt a fogadást nem fogadná el: nulla a várható érték, viszont van szórás, variancia.

Mi a helyzet azonban, ha már van a meccsre egy másik fogadásunk? Mondjuk, ez úgy szól, hogy 10.000-et kapunk, ha B teniszező nyer és 10.000-et fizetünk, ha A nyer. E fogadás várható értéke, ugye, 5.000 ($0,75 \times 10.000 - 0,25 \times 10.000 = 5.000$). Varianciája 75.000.000, szórása pedig 8.660.

Ha nem fogadjuk el a most érkező fogadási ajánlatot, akkor marad ez fogadás egyedül. Amennyiben a második fogadásba is belemegyünk, akkor a következmények átalakulnak: ha B nyer, akkor 8.000-et nyerünk (a korábbi fogadás fizet 10.000-et, az újban mi adunk 2.000-et), ha A nyer, akkor 4.000-et veszünk (a korábbi miatt fizetünk 10.000-et, de az újabb hoz 6.000-et). Ebben az esetben a várható érték 5.000 ($0,75 \times 8.000 - 0,25 \times 4.000$) marad⁴⁷, a variancia, a szórás azonban lecsökken. (A variancia: 27.000.000, a szórás: .5.196.) Vagyis az újabb, önmagában kockázatos fogadás nem növeli, hanem csökkenti a volatilitást, a kockázatot.

5.3. táblázat: Egy fogadási ajánlat értékelése – önmagában és egy másik fogadással együtt

Eredmény	Esély	1. fogadás	2. fogadás	1. + 2. fogadás
A nyer	25%	-10.000	6.000	-4.000
B nyer	75%	10.000	-2.000	8.000
Várható érték		5.000	0	5.000
Szórás (variancia)		8.660 (75.000.000)	3.464 (12.000.000)	5.196 (27.000.000)

CAPM – a tőkepiaci árfolyamok modellje. Amennyiben tehát a befektető diverzifikál, akkor egy befektetés kockázata nem önmagában, csak a többi befektetéssel együtt értékelhető. Az a projekt, ami az egyik portfólió kockázatát csökkenti, a másikat emeli. Viszont ez azt jelenti, hogy adott projekt kockázata, és ezzel a tőle elvárt hozam minden befektető estén más és más lesz. Ez ugyan a valóságban így is van, de a pénzügyi modell mégis igyekszik egy „piaci elvárás” becsülni, ami független attól, hogy a konkrét személynek pontosan milyen egyéb befektetések vannak a portfóliójában. (Bodie et al. [2011] 451-465., Andor [2015] 37.) Ez lesz a *tőkepiaci árfolyam*. (Sharpe [1964])

A tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) azt feltételezi, hogy létezik egy kockázatmentes befektetés. Mivel kockázatmentes így a hozama az átlagos, piaci időpreferenciát tükrözi. Ez adja meg a pont elején látott árazási képletből az *idő árát*.⁴⁸ A kockázati felárat pedig az ún. *béta* mutató becsli.⁴⁹ A bétát annak alapján számoljuk, hogy milyen az adott befektetés hozama és a *piaci portfólió hozama* közötti kapcsolat. Piaci portfólió az, amely minden befektetési formát olyan arányban tartalmaz, amekkora azok piaci részesedése.⁵⁰ A CAPM feltételezése szerint a béta és a kockázati felár között egyenes arányosság áll fenn, vagyis, ha az egyik befektetés bétája kétszer (ötször) akkora, mint egy másiké, akkor az adott befektetés kockázati

⁴⁷ Pontosabban a két fogadás várható értékének összege lesz.

⁴⁸ Konkrét esetben komoly probléma ennek meghatározása is, mert nincs teljesen kockázatmentes befektetés. Az államkötvények, amiket tipikusan ezen kockázatmentes hozam példájaként emlegetnek, sem teljesen mentesek a kockázattól – egy kormány, egy állam is megtagadhatja a fizetést, csődbe mehet.

⁴⁹ Érdemes kiemelni, hogy a pénzügyi modellek axiómája, hogy a befektetők eredendően kockázatkerülők. (Klein et al. [2010] 249.) Miután végrehajtották a diverzifikációt válnak (erősen) kockázatmentessé.

⁵⁰ Egészen pontosan: a béta az adott befektetés hozamának és a piaci portfólió hozamának a kovarianciája, osztva a piaci portfólió hozamának a varianciájával. Másként fogalmazva: a béta annak a lineáris regressziós egyenesnek a meredeksége, amelyben a függő változó az új befektetés, a magyarázó változó pedig a piaci portfólió.

felára kétszerese (ötszöröse) lesz a másik beruházásénak.. (A negatív béta azt mutatja, hogy az adott befektetés hozama rossz piac esetén magasabb – vagyis az új befektetés csökkenti a portfólió kockázatát.)

A béta leválasztja a befektetés teljes – varianciával, szórással leírható – kockázatából az ún. *szisztematikus* (vagy nem-diverzifikálható, releváns) *kockázatot*, és csak ezt méri. Amit nem mér, azt egyedi (vagy diverzifikálható, vagy nem szisztematikus) kockázatnak nevezik. Ez utóbbi adott befektetés kockázatának azon része, ami egy diverzifikált portfólióban eltűnik, és ezért egy befektető döntése szempontjából nem is releváns. (Klein et al. [2010] 248.)

5.6. JELZÉSEK: A PÉNZÜGYI DÖNTÉSEK FONTOSSÁGA

A klasszikus pénzügyi modellek egy másik feltevése, hogy a menedzsment a társaság, és így a részesedések értékét akarja maximalizálni. Vagyis a modell eltekint a morális kockázat lététől, amivel azonban a valóságban számolni kell. (Klein et al. [2010] 373-376.) Emiatt lesz (a klasszikus pénzügyi modellek állításaival szemben) a vállalatok megítélésénél fontos, hogy milyen a hitelek aránya, illetve, hogy milyen osztalékpolitikát folytat. Ezek olyan jelzések, amelyekből a befektetők következtethetnek a menedzserek magáninformációira. (Klein et al. [2010] 380-382.)

5.6.1. A menedzsment és a tagok közötti konfliktusok

A menedzsment saját érdekének megértéséhez talán a legjobb út, ha a *szabad cash-flow* fogalmából és problémájából indulunk ki. Ez az a jövedelem, amiről a menedzsment szabadon dönthet – ezt használhatja fel olyan célok megvalósítására, amik nem feltétlenül esnek egybe a tagok céljaival: például kockázatcsökkentésre, vagy a vállalat növelésére („birodalomépítésre”).

Szabad cash-flow. A szabad cash-flow [free cash flow] a bevételnek az a része, amennyivel az meghaladja a hatékony termelés esetén szükséges közvetlen kiadásokat. (Milgrom – Roberts [2005] 646., Tirole [2006] 225-229, Bodie et al. [2011] 562-564.) Ebből (egy részéből) lesz a kimutatott nyereség. De csak akkor, ha nem fordíthatja ezt a menedzsment fölösleges kiadásokra – ha így tesz, akkor az eredménykimutatásban, a cash-flow jelentésben ezek már költségként jelentkeznek. Ilyen fölösleges kiadás

- szolgálhatja a menedzsment saját fogyasztását (például elvileg a cég tulajdonába kerülő, de a menedzsment által használt javak esetén);
- ha saját magának, vagy a neki fontos embereknek fölöslegesen magas béreket, jutalmakat fizet;
- a tagok céljait nem szolgáló vállalati stratégiákat valósít meg.

Kockázatcsökkentés. A vállalat fizetéseképtelensége a menedzsmentnek általában nagyobb veszteség, mint a tagoknak. (Milgrom – Roberts [2005] 564-568.) A tagok csak a pénzüket, pénztőkéjüket kockáztatják; a menedzsment idoszinkratikus humántőke-beruházásait, specifikus tudását is. Sőt, a piaci reputációját is: ha hozzá kötik a csődöt, akkor lehet, hogy ezt követően más cégeknél sem fog hasonló állást találni. A tagok képesek diverzifikálni – a menedzsment beruházásai (tipikusan) az adott vállalathoz kötődnek.

Ennek a problémának egy másik megfogalmazása: a menedzsment a cég hosszútávú fennmaradása érdekében általában többet tesz, mint ami a tagok érdekében állna. (Milgrom – Roberts [2005] 646.) A tagokat ugyanis kevésbé rázza meg egy esetleges csőd, hiszen vagyonuknak csak kisebb részét bukják el. Ráadásul, ha a részesedésüket szabadon és könnyen eladhatják (mint a részvényeket a tőzsdén), akkor inkább abban érdekeltek, hogy a cég értéke rövid távon nőjön, nem abban, hogy hosszútávon is magas maradjon. A rövid távon érvényesülő magas árat ugyanis bármikor „realizálhatják”, bármikor eladják a részesedésüket.

Birodalomépítés. A menedzserek szinte mindig többet nyernek azon, ha az nagyra nő a vállalat, mint a tagok. (Milgrom – Roberts [2005] 646.) A menedzsmentnek ez azért hasznos, mert a nagyobb vállalatokban általában

- magasabbak a vezetői juttatások;
- olyan vezetői hierarchia alakul ki, ami nekik a kisebb cégekben nem elérhető karrierlehetőségeket kínál;
- többeket érintő döntéseket hozhatnak – nő a hatalmuk.

A tagoknak ez csak annyit hoz, amennyivel a részesedésük értéke nő. Mivel a növekedés nem csak a vállalat jövőbeli bevételeit növeli, hanem a költségeit is, emiatt a részesedés értéke általában kevésbé nő ilyenkor, mint a menedzsment haszna.

5.6.2. *Kilátások, várakozások*

A klasszikus pénzügyi modellek (a Miller-Modigliani tételek) szerint az, hogy a vállalat miből finanszírozza a beruházásait, illetve, hogy fizet-e osztalékot, nem árul el semmit a vállalatról. Ezért nem is hat a vállalat, a részesedések értékére sem. A valóságban azonban olyan információk (jelzések, szűrések) ezek, amelyekből következtetni lehet a menedzsment magáninformációira, ezért hat a részesedések piaci értékére is. A legfontosabb magáninformáció – mint láttuk –, hogy mekkora a szabad cash-flow.

A hitelek jelző szerepe. Ha egy vállalat hitelt vesz fel, akkor az csökkenti a szabad cash-flowt. Amennyiben tagokat vesz be, akkor az ő befizetésük viszont növeli a cash-flowt.

Amennyiben valaki hitelt vesz fel, akkor későbbi kiadásra vállal kötelezettséget. Ha egy ugyanolyan bevételt hozó beruházást tagok befizetéseiből finanszíroznak, akkor ilyen költség nincs. A menedzsment kezét a hitel sokkal jobban megköti. Éppen ezért az olyan társaságokban, amelyek magasabb tőkeáttétellel dolgoznak, vagyis magasabb a forrásaik között a hitelek aránya és emiatt kisebb a szabad cash-flow, kisebb a menedzsment önérdekkövető döntéseinek esélye is. Ezekben a társaságokban a befektetők bizalma is tipikusan magasabb.

Másrészt nagyobb tőkeáttétel esetén a csődveszély is nagyobb. A csődveszély nagysága, a vállalat életképessége tipikusan a menedzsment magáninformációja. Erre a magáninformációra lehet következtetni a tőkeáttétel arányból. A logika: a hitel visszafizetésének elmulasztása csődhöz vezethet – az osztalékfizetés elmaradása nem. Ha a menedzsment döntése nyomán, a vállalat hitelt vesz fel, akkor a menedzsment bátrabban viselkedik. Bátrabban, mint más vállalatok vezetői – mert tudja, hogy kevésbé veszélyezteteti a csőd. (Milgrom – Roberts [2005] 663-664)

Az osztalékpolitika jelző szerepe. Az osztalékfizetés is csökkenti a menedzsment rendelkezésére álló szabad cash-flowt. Ha kisebb a cash-flow kisebb a menedzsment önérdékkövető döntéseinek esélye – a befektetők jobban bízhatnak a vállalatban. (Milgrom – Roberts [2005] 664-665., Klein et al. [2010] 385-401.)

Ráadásul, mivel az osztalékfizetés miatt csökken a saját tőke, így a jövőbeli beruházásokhoz is kevesebb forrás áll majd rendelkezésre. Ez nem azt jelenti, hogy azok elmaradnak majd, csak annyit, hogy a vállalatnak hitelt kell majd felvennie. Hitelt, amiről épp most láttuk, hogy magában is korlátozza a menedzsmentet az önérdékkövetésben.

Harmadrészt, a hitelfelvételhez hasonlóan, osztalékot is az a menedzsment fizet szívesebben, aki szerint a vállalat jobb kilátásokkal rendelkezik. A cash-flow csökkentése növeli a csődvesélyt. Ha a biztonságot a menedzsment csökkenteni meri, akkor a menedzsment szerint vélhetően a csődkockázat sem magas.

5.7. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezet a pénzügyi irodalom alapjainak megismertetésére vállalkozott. Mivel ez az irodalom még a munkagazdaságtanénál is kiterjedtebb, így itt még inkább igaz, hogy csak a nagyon alapvető összefüggéseket tudtam megmutatni. (Tegyük hozzá gyorsan: ez a fejezet alapvetően a vállalat, a menedzsment döntéseit állította a középpontba. A későbbiekben még visszatér a pénzügy – egyrészt a nyolcadik fejezetben, amikor az menedzsment önérdékkövetése áll majd a középpontban, illetve a tizedik fejezetben, amikor a részesedések, különösen a részvények piacának működését, az ezzel kapcsolatos szabályok hatásait gondoljuk majd végig.)

A fejezet három olyan fogalomkör köré szerveződött, amelyek más jogterületek elemzésekor is fontos szerepet játszhatnak. Ilyen volt a számviteli összefüggések áttekintése; ilyen a kockázat fogalmának pontosítása; és ilyen a jelzési, szűrés mechanizmus jobb megértése – amely alkalmas arra, hogy az emberek következtetéseket vonjanak le partnereik magáninformációiról.

A legfontosabb ezek közül kétségtelenül a kockázat fogalmának új értelmezése – a portfóliókockázat bevezetése. Ennek alap gondolata, hogy egy adott döntés ritkán áll önmagában, mindig más döntések mellett jelenik meg – ezért egy döntés kockázatát sem önmagában kell értékelni, hanem annak alapján, hogy a többi döntéssel együtt milyen kockázatokat jelent. Adott esetben egy önmagában roppant kockázatos döntés csökkentheti is az összesített (a teljes döntéshalmaz által generált) kockázatot.

IRODALOMJEGYZÉK

Adler, Barry E [1999]: Secured Credit Contracts, in: *The New Palgrave. Dictionary of Economics and the Law* Macmillan

Andor György [2015]: *Az üzleti gazdaságtan alapjai.* in: Kövesi János: *Menedzsment- és vállalkozás-gazdaságtan* Typotex, Budapest

Armour, John [2007]: The Law and Economics Debate About Secured Lending: Lessons for European Lawmaking? % *European Company and Financial Law Review* 3-29.

Bodie, Zvi – David L. Cleeton – Robert C. Merton [2011]: *A pénzügyek közgazdaságtana*. Osiris, Budapest

Klein, William A. – John C. Coffee Jr – Frank Partnoy [2010]: *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*. 11th edition. Foundation Press, New York.

Manne, Henry G. [1965]: Mergers and the Market for Corporate Control 73 *Journal of Political Economy* 110-120

Markowitz, Harry [1952]: Portfolio Selection. 7 *Journal of Finance* 77-91.

Milgrom – Roberts [2005]

Sharpe, William F. [1964]: Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. 19 *Journal of Finance* 425–442.

Stiglitz, Joseph – Andrew Weiss [1981]: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. 71 *American Economic Review* 393–409.

Szalai Ákos [2013]: *A magyar szerződési jog gazdasági elemzése*. L'Harmattan – Széchenyi István Szakkollégium, Budapest

Tirole. Jean [2006]: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, Princeton, NJ.

FOGALMAK

Számvitel	Jelenértékszabály
Mérleg	Finanszírozás-semlegesség
Eszközök – források	Osztaléksemlegesség
Saját tőke – idegen tőke	Nyereségadó
Adózás utáni eredmény	Osztalékadó
Eredménykimutatás	Túlnyúlt hitelek
Értékcsökkenés	Tőkeköltség – kockázati felár
Pénzállomány	Portfólióelmélet
Cash-flow jelentés	Béta
EBITDA	Szisztematikus (nem-diverzifikálható kockázat)
Nemfizetés kockázata	Idioszinkratikus kockázat
Volatilitás	CAPM – tőkepiaci árfolyamok modellje
Projekt eltérő értékelése: hitelező vs. vállalat	Szabad cash-flow
Kontraszelekció hitelpiacon	Kockázatsökkentés
Hiteladagolás	Birodalomépítés
Kovenánsok	Hitelek jelző szerepe
Biztosítékok	Osztalékfizetés jelző szerepe
Biztosítékok direkt és indirekt hatása	

FÜGGELÉK: ALTERNATÍV FINANSZÍROZÁSI FORMÁK

1. *Eszközök felhasználása*

Az első forma, amiről beszélni kell, az, amikor valamilyen már meglévő erőforrását használja fel a vállalkozó. Ez alatt érthetünk a vállalkozásban, a cégben levő pénzt (vagyis innentől finanszírozási probléma igazából nincs is). Értékesíteni lehet valamilyen pénzügyi eszközt (mondjuk egy kötvényt), tárgyi eszközt (mondjuk gépet, ingatant) vagy „immateriális jószágot”

(szellemi termékhez – mondjuk egy szabadalomhoz – kapcsolódó jogot). Ilyenkor a kulcskérdés az, hogy adott pénzügyi eszköz, az adott tárgyi eszköz, immateriális jószág a jövőben milyen jövedelmet termelne – ez a kieső jövedelem alternatíva-költség. Kérdés, hogy ez a finanszírozási költség hogyan viszonyul az egyéb finanszírozási formák költségéhez. A jelenértékszabály értelmében, egy vállalkozás akkor fog ezen forrásokhoz fordulni, ha az adott eszközök hozama kisebb lenne, mint a más finanszírozási formák költsége.

Ezen forráson belül a legtöbb kérdést a követelések értékesítése veti fel. Miközben egy vállalat finanszírozási forrást keres egy beruházásához, tipikusan egyben maga is hitelez másokat. Kereskedelmi hiteleket, vagy kölcsönöket nyújtott a korábbiakban – ilyenkor kézenfekvő ötlet ezeket a tartozásokat behajtani, és ebből finanszírozni a vállalat szükségleteit. Mivel a tartozások behajtását a szerződések (illetve a partner fizetőképessége) korlátozza, így ez nem biztos, hogy rövid idő alatt megtörténhet. Viszont ezt a vagyonelemet ugyanúgy értékesíteni lehet, mint bármelyik másikat, és onnantól a vevő lenne jogosult behajtani a tartozást. Természetesen, a behajtás kockázata miatt kevesebbet fog fizetni, mint maga a tartozás. A követelések értékesítésének két legfontosabb jogi formája az engedményezés és a faktoring.

- *Engedményezés* után egyszerűen a vevő, az engedményezett lép a hitelező helyébe, rá szállnak a hitelező jogai.
- *Faktorálás* esetén pedig speciális engedményezésről van szó. Egyrészt a vevő, a faktor – a magyar jogban – csak erre feljogosított intézmény (ún. pénzügyi intézmény) lehet. A faktor azonban nem veszi meg a követelést, hanem csak megelőlegezi azt: például annak 70-80%-át kifizeti, majd, ha az adóson sikerül behajtani a tartozást, akkor azt a saját (a hitelezővel kötött faktorszerződésben kikötött) díját⁵¹ levonva átadja a hitelezőnek. Ez tehát igazából csak a tartozás megelőlegezése, viszont azzal a fontos eltéréssel, hogy amennyiben a faktor nem tudja behajtani a tartozást, akkor az előleg nem biztos, hogy visszajár. Ez a különbség az ún. *visszkereset nélküli* és a *visszkereseti* faktorálás között: előbbinél az előleg nem jár vissza.⁵²

2. Kötvény

A kötvény egy speciális hitelkonstrukció. Abban tér el a klasszikus hiteltől, hogy (tipikusan) nem egy vagy néhány hitelezőtől szerzi meg a cég a szükséges forrást, hanem sokaktól. Ha szüksége van 100 millió forintra, akkor nem kell keríteni valakit, aki ezt az összeget hajlandó hitelként odaadni. Nem kell keresnie olyat sem, aki hajlandó ún. konzorciumot szervezni – vagyis hitelezőtársakat keresni, akikkel együtt már hajlandóak az adott összeget hitelezni. Ehelyett kibocsájt, mondjuk 10.000 darab 10.000 forintról szóló (10.000 forint névértékű) kötvényt. Aki hitelezni akarja a céget, az vesz ebből – attól függően, hogy mennyi hitelt akar adni, esetleg többet is. Ezen kötvények eladásából befolyó pénz kerül a céghez, míg a kötvény tulajdonosa lesz a hitelező – ő lesz jogosult később a visszafizetésre.

⁵¹ Ez tipikusan két részből áll: egy fix összegből, és egy kamatból – ami a faktorálás időpontja és fizetés közötti időtől függ.

⁵² A faktoringhoz nagyon közel áll a forrefinanszírozás. Ez annyiban tér el, hogy általában hosszabb távra szól, és a tipikusan nem is egy tartozásra, hanem egy cég teljes követelésállományát veszi át valaki.

Fontos eltérés a hiteltől, hogy a hitelezők és a cég nem ír alá szerződést. A sok hitelezővel már maga az aláírás sem lenne egyszerű – hát még, ha mindegyikkel külön-külön végig is kellene tárgyalni a szerződést. Ha belekezdenénk, könnyen szembesülhetnénk azzal, hogy minden hitelező mást akar, és minden 10.000 forintos hitelre eltérő szerződési feltételek vonatkoznak. Kötvény esetében a szerződés egységes, „standardizált” feltételekkel jön létre: a kibocsátó mondja meg, hogy mit vállal, milyen kovenánsokat, milyen futamidőt, milyen visszafizetési ütemezést, milyen kamatot, stb.. A hitelezők (a kötvény vevői) azt dönthetik el, hogy ilyen feltételekkel akarnak-e hitelt nyújtani, kötvényt venni.

Viszont épp amiatt, mert a hitelfeltételek ilyen módon „standardizáltak” (a feltételeket sokszor nem is csak egyoldalúan a kibocsátó határozza meg, hanem törvények, kógens szabályok minden kötvényre rögzítik azokat), a kötvények a piacon könnyedén eladhatók. (Klein et al [2010] 253, 255.) A kötvény tulajdonosa könnyen szabadulhat hitelezői pozíciójából. Ha klasszikus hitelt vesz fel a cég, akkor a hitelező csak engedményezés vagy faktorálás útján juthatna a lejárat előtt a pénzéhez. A váratlan helyzetekre könnyebben reagálhat – ide értve azt is, ha váratlan befektetési lehetőségre akad, amit azért nem tud finanszírozni, mert a forrása le van kötve egy adott hitelben.

Klasszikus hitelügyletek esetén a hitelszerződések egyedi (idioszinkratikus) elemeit a hitel átvevőjének (engedményezettnek, faktorcégnek) meg kell érteni. Kötvények esetén ezekre nincs szükség; épp a „standardizált” feltételek miatt.

A kötvények esetén még egy fontos problémával szembe kell nézni – a második fejezetben már látott kollektív cselekvés, vagy közjószág-problémával. (Klein et al [2010] 254.) Mi történik, ha a kibocsátó nem tartja be az ígéreteit? Klasszikus hitel esetén a hitelező fellépne vele szemben. Most azonban nem biztos ez a fellépés. Mivel az adós ígéretszegése minden kötvénytulajdonost sért, ezért egyesével mindegyik gondolkodhat úgy: miért én vállalom fel ennek a terheit – csak lesz valaki, aki megteszi. Mindegyik megpróbálhat potyázni. Viszont, ha így van, akkor az adóst semmi nem fogja ígéretei betartására kényszeríteni. Ilyen körülmények között viszont, miért adna neki bárki is hitelt? Ezt a dilemmát az adósnak kell kezelnie. Ezért kerül egy speciális kikényszerítési mechanizmus a rendszerbe: az ún. aláíró, kibocsátás-szervező [underwriter] személye. (Klein et al [2010] 423.) Ez tipikusan egy bank. Ő vállalja a kötvénytulajdonosok felé, hogy amennyiben az adós nem teljesíti az ígéreteit, akkor fel fog lépni vele szemben. Az aláíró-szervezőt ugyan az adós választja ki, de mivel az adós értelemszerűen, azt szeretné, ha a kötvényeket el is tudná adni, azoknak lenne piaca, ezért ő csak olyan aláírót fog választani, akiben a vásárlók bíznak. Ha egy aláíró-szervező reputációja romlik, mert valamilyen kötvény esetében nem járt el megfelelően a kötvényesek védelmében, akkor az általa kibocsátott kötvényeket kevésbé fogják megvenni. Az aláíró-szervező egyébként az adóssal közösen dolgozza ki a hitel feltételeit. Mivel mindketten a kötvények értékesítésében érdekeltek, így olyan feltételekre törekszenek, amik mellett a kötvényt a piacon „meg is fogják venni”. (Az aláíró-szervező ebben egyrészt azért érdekelt, mert sokszor „lejegyzési kötelezettséget” is vállal, vagyis azt, hogy a kibocsátáskor meg nem vásárolt kötvényeket maga vásárolja meg – persze azokat később értékesítheti. Másrészt, ha nem lehet eladni a kötvényeket, akkor az az ő munkáját is minősíti, és esetleg később más cégektől nem kap hasonló megbízást.)

3. Fedezett hitelek

A klasszikus hitelek esetén addig garantált a visszafizetés, amíg az adósnak van elég vagyona. Amennyiben a vagyon elfogy – például valamilyen körülmény rosszul alakul, összeomlik a piac, baleset történik, stb. –, akkor a hitelező nem jut a pénzéhez.⁵³ És amíg elég a vagyon, a behajtás addig is a jogrendszer erre a célra előírt eljárásán (végrehajtás, vagy csődeljárás) keresztül történik. Ezt az eljárást a hitelezők gyakran nagyon hosszúnak, bürokratikusnak, költségesnek találják.

A fedezett hitel ezekre a problémákra kínál *részleges* megoldást. Egyrészt (elvileg) nagyobb vagyont tesz elérhetővé, másrészt (tipikusan) egyszerűsíti a behajtást. Ilyen fedezet hitel a záloggal védett hitel: a hitelező zálogot kér, amit vagy

- átadnak neki, és ő csak akkor ad vissza, ha a hitelt törlesztették (kézizálog), vagy
- az adósnál marad, de ő követelheti (és viszonylag egyszerűen el is veheti) a tulajdonostól, ha az adós nem fizet (jelzálog).

Például egy légitársaság, egy fuvarozó vállalat úgy vesz fel hitelt, hogy a repülőket, a teherautókat, a kamionokat ilyen fedezetként adja a hitelhez. Tegyük hozzá: ezt a hitelt nem biztos, hogy az adott jármű beszerzése érdekében veszi fel – teljesen más célra felvett hitelt is fedezhet ezzel. (Ilyen fedezet kötvény mögé is állítható – akkor fedezett kötvényről beszélünk.)

Fontos, hogy a tulajdonos (akitől a zálogtárgy követelhető) és az adós elválhat egymástól. Eleve is adhat valaki zálogjogot más adósságára, és az is elképzelhető, hogy a zálogtárgyat, ami a hitel felvételének pillanatában az adós tulajdona volt, később értékesítik. A zálogtárgyat ilyenkor is követelni lehet: ha az adós nem fizet, az aktuális tulajdonosnak ki kell azt adni. Ez a zálog *dologi jogi* jellegéből adódik: bárki is a tulajdonos, a dologi jogok, így a zálogjogok is érvényesíthetők. A dologi jog „megy a dologgal” – ahogy az angolszász jog fogalmaz.⁵⁴

Vagyis a zálogjog olyan vagyonhoz is hozzáférést enged, ami adott pillanatban (már) nem az adósé. Tegyük azonban hozzá, hogy a gyakorlatban ritka, hogy a zálogjog miatt ilyen módon nőjön az elérhető vagyon. Ugyanis a vevő vélhetően nem lesz hajlandó olyan árat fizetni egy zálogjoggal terhelt dologért, amiért az eladó hajlandó lenne eladni. És a hitelező is akadályozni próbálja az értékesítést – például meg fog próbálni elidegenítési és terhelési tilalmat is kikötni a zálogtárgyra. Ennek oka, hogy ugyan a zálogtárgy, ha kikerül az adós tulajdoni köréből, növelné az elérhető vagyont (hiszen a vételár már a vagyon része lesz – és ezen túl a zálog miatt elérhető maradna a vagyontárgy is), de a hitelező számára tipikusan az a fontos, hogy az adós ösztönözött legyen a fizetésre. A hitelezőnek az a legjobb, ha az adós rendben fizet, mert a nemfizetés, a behajtás mindig többletköltséget jelent. Márpedig, ha az adós eladja a zálogtárgyat, akkor az lényegesen kevésbé ösztönzi őt a szerződés teljesítésére.

⁵³ A hetedik fejezetben látjuk, majd, hogy az, hogy mekkora vagyon – pontosabban: kinek a vagyona – érhető el a hitelező számára, attól függ, hogy a cég korlátolt vagy korlátlan felelősségű-e. Korlátolt felelősség esetén csak a cég, korlátlan felelősség esetén a tag vagyona is elérhető. De a mostani elemzésben ennek nincs jelentősége. A fontos csak az, hogy az aktuális pillanatban meglévő vagyon a fedezet.

⁵⁴ (A relatív jogok csak a szerződés megkötőjét kötik. Ha egy vagyontárgy kapcsán valakinek nem dologi joga keletkezik – például szerződésben kikötjük, hogy hétfévente használhatja az adott autót –, akkor ez a joga megszűnik, amikor a dolog tulajdonost vált. Ez az új tulajdonost nem köti.

Tegyük hozzá, a szerződésben ki lehet kötni, hogy a hétfégyes használatot engedő tulajdonos csak úgy adhatja el az autót, hogy a hétfégyes használatot az új tulajdonosnak is biztosítania kell – de ha végül úgy adja el, hogy ezt a jogot kihagyják a szerződésből, akkor az az új tulajdonost nem köti. (Az eladó pedig szerződésszegést követ el, a szerződési partnere őt ezért perelheti, követelhet tőle kártérítést – de az autóhoz nem fog hozzáférni.)

Marad egy kérdés: miért ösztönöz fizetésre, teljesítésre a zálogjog – ha a zálogtárgy az adós tulajdona? Ha az elszámolás a fentiek szerint működik, akkor úgy tűnhet az adós nem veszít semmit, ha nemfizetéskor elveszik, majd értékesítik a zálogtárgyát. Igaz, elbukja a dolog tulajdonjogát, viszont csökken a tartozása is.

A fedezetet gyakran használják az adósok megszűrésére is. Nem kell sok információt kívánó, gyakran költséges hitelbírálatba bonyolódni: hiszen – a klasszikus feltevés szerint – vélhetően inkább jobb adósok vállalják be, hogy zálogot adnak. Náluk kisebb az esély a nemfizetésre, és ezzel a zálogjog érvényesítésekor óhatatlanul őket érő veszteségre is. Ugyanakkor nem feledkezhetünk el a másik oldalról sem, ami miatt kialakulhat az ún. *fedezeti paradoxon* (Adler [1999], Armour [2007]): a zálog a rendesen fizetők számára is terhesebb, mint egy – hasonló kamatot kínáló – fedezetlen hitel. A zálog ugyanis, a zálogtárgyak értékesítését mindenképpen megnehezíti – növelve ezzel a működési költséget. Míg az értékesítéskor viselt szankció nagyobb valószínűséggel jelentkezik a rossz adósnál, a működés megnehezítése nagyobb eséllyel jelentkezik a jó adósnál. Így, ha igaz is hogy a zálog, vagy egyéb fedezet csökkenti a hitelek kamatlábát, a működési költség lehet, hogy ennél jobban nő, és ezért a legjobb adósok nem választják azt – maradnak a fedezetlen hitelnél.

4. *Fiduciárius hitelbiztosítékok*

A zálogjog sok problémát megold ugyan, de csőd esetén nem érvényesíthető. (A csőd szabályaival a 12. fejezet foglalkozik majd részletesen, de annyit érdemes itt kiemelni, hogy ha csődeljárás indul, akkor abban a pillanatban beáll az ún. csődmoratórium, amely alatt a zálogot sem lehet érvényesíteni.) Hosszabb idő után jut csak a hitelező a pénzéhez, és ráadásul az értékesítés sem tőle függ majd, hanem a csődöt menedzselő csődbiztostól. Ezért a hitelezők arra törekednek, ilyenkor is megszerezhessék a vagyontárgyat – ezt pedig úgy lehet elérni, hogy az a csőd pillanatában nem az adós tulajdona, hanem a hitelezőé. Csőd esetén ezért ő csak a saját tulajdonát fogja követelni, amit ki is kell adni neki. Azt persze biztosítani kell, hogy a vagyontárgyat az adós használhassa – hiszen sokszor e nélkül működni sem tud –, de csak, mint a hitelező tulajdonát.

Az ilyen biztosítékok fő formái a biztosítéki célú tulajdonátruházás és biztosítéki célú engedményezés.

- *Biztosítéki tulajdonátruházás* például, a *visszavásárlási joggal kombinált adásvételi szerződés*: a kötelezett, az adós eladja a biztosíték tárgyát a jogosultnak, majd a kötelezettség teljesítésével (tipikusan a kölcsön törlesztésével) voltaképpen visszavásárolja azt. Ha nem fizet, akkor a biztosítékul adott dolog a hitelező tulajdona marad.

A másik gyakori forma a *vételi jog alapítása*, amikor a vagyontárgyra a kötelezettséggel megegyező áron az adós vételi jogot enged a hitelezőnek. Ha nem fizet, akkor a hitelező lehívja ezt az opciót, és megvásárolja a vagyontárgyat. Pénzt azonban nem fizet: beszámítják az adós tartozását – ezt „engedi el” a hitelező a vételár fejében.

- A *biztosítéki célú engedményezés* lényege pedig, hogy a kötelezett a jogosultra engedményezi a szerződés megkötésekor még nem is létező, a jövőben keletkező valamilyen követelését. Nagyon fontos biztosítéka ez azoknak a banki hiteleknek,

amelyek célja az adós későbbi tevékenységének finanszírozása – tipikusan a tevékenység bevétele az, amit a bankra engedményeznek.

5. *Lízing*

A fiduciárius biztosítékokat nem minden jogrendszer ismeri el, épp azért, mert a zálogjog megkerülését látják benne. Ugyanakkor a lízingkonstrukciók mindenhol ismertek. A két fél ilyenkor a lízingbeadó és a lízingbevevő. A vagyontárgy a lízingbeadó tulajdona, a lízingbevevő használhatja azt a lízingszerződés időszaka alatt – cserébe azért, hogy lízingdíjat fizet. Viszont a lízingidőszak végén a lízingbevevő tulajdonába kerülhet az adott dolog.

Két formáját érdemes megkülönböztetni: a pénzügyi lízinget és az operatív lízinget. A pénzügyi lízing egy tulajdonjogfenntartás mellett nyújtott hitelhez, az operatív lízing egy bérleti konstrukcióhoz hasonlít inkább.

- *Pénzügyi lízing* esetén a lízingbevevő (az adós) megbízza a lízingbeadót azzal, hogy vásároljon meg valamilyen eszközt – mondjuk egy a működéséhez szükséges gépet. Ilyenkor maga a lízingszerződés tartalmazza a hitelszerződésnél látott elemeket: a lízingbevevő tőketartozását (a lízingelt eszköz „vételárát”), a törlesztés ütemezését, a fizetendő kamatokat és díjakat. (Esetleg a lízingtárgyon túl egyéb fedezetet is kiköthetnek.)⁵⁵ *Zárt végű lízing* esetén, már a szerződésben kikötik, hogy a lízingidőszak végén a lízingtárgy a lízingbevevő tulajdonába kerül, aki köteles megfizetni az ún. maradványértéket. *Nyílt végű lízing* esetén a lízingbevevő a futamidő végén dönthet a vásárlásról.⁵⁶
- *Operatív lízing* esetén a lízingidőszak általában rövidebb. Tipikus esetben a lízingidőszak végén a lízingbeadó visszakapja az eszközt, és megpróbálja azt másnak újra lízingbe adni. (De ettől a felek eltérhetnek: rendelkezhetnek úgy is, hogy a lízingbevevő megvásárolhatja az eszközt.) A lízingbeadó kockázata ilyenkor persze nagyobb, hiszen kérdéses, hogy talál-e majd új lízingbevevőt. Ez többletkockázat miatt operatív lízing esetén a díj is tipikusan magasabb, mint pénzügyi lízingnél.⁵⁷

⁵⁵ A lízingtárgy a lízingbevevő mérlegében fog szerepelni, annak vagyontát növeli – bár nem a tulajdona.

⁵⁶ A szerződés úgy is köthetik, hogy a maradványérték nulla legyen – ez az ún. teljes amortizációs lízing. Ilyenkor a futamidő hosszát úgy szabják meg, hogy a lízingtárgy könyv szerinti értéke a futamidő végére nulla legyen.

⁵⁷ Igaz, a lízingbevevő adóterhe kisebb lesz, mint pénzügyi lízing esetén. Operatív lízingnél a teljes nettó lízingdíj csökkenti a társasági adó alapját – az költségként elszámolható. Pénzügyi lízingnél csak a kamatrész költség, a tőketörlesztés nem csökkenti az adóalapot.

6. JOGI SZEMÉLYISÉG

Mit jelent az, hogy egy szervezet jogi személy? Mire jogosítja ez fel, mitől védi? Milyen határt húz ez a szervezet és a tagja közé – mi az, amit a tag azért nem tehet meg, mert a szervezet jogi személy? Miért fontos ez a hitelezőknek, érintetteknek?

A szerződések hálózata modellben a vállalat nem más mint egy szerződéseket kötő „pont” – nem része a vállalatnak sem a munkavállaló, sem a tag, hiszen mindkettővel szerződéses (a munkavállalóval a munkajog keretei között kötött explicit, a taggal – elsősorban – implicit szerződéses) viszonya van. A jogtudomány klasszikus definíciója szerint a jogi személyiség éppen ezt jelenti: a jogi személyek jogok alanyai, kötelezettségek címzettjei lehetnek.⁵⁸

A polgári törvénykönyv 3:1. § (1) bekezdése épp így definiálja a jogi személyiséget: a jogi személy jogképes, vagyis jogai és kötelezettségei lehetnek.

A kérdés igazán élesen a tag és a vállalat viszonyában merül fel. A jogi személyiséget gyakran a társaság és a tagok teljes szétválasztásával azonosítják. Ez az érvelés valahogy így szól: a szervezet jogai nem a tagok jogai és a szervezet kötelességei nem a tag kötelezettségei, *ezért* a tag jogai sem válhatnak a szervezet jogaiává és a tag kötelezettségei sem válnak a szervezet kötelességeivé.⁵⁹

	Tag felé (előrefelé)	Szervezet felé (visszafelé)
Közelezettség-átvitel (6.1. alfejezet)	Korlátolt felelősség	Jogi személyiség kötelezettség oldala
Jogátvitel (6.2. alfejezet)	Származékos keresetek	Jogi személyiség jogosultság oldala

6.1. ábra: A szervezet és a tag szétválasztásának elemei

Ugyanakkor, ez a teljes szétválasztás négy elemet tartalmaz. A jogi személyiség fogalmának pontosabb megértéséhez érdemes külön-külön megvizsgálni ezt a négy elemet. Például egy szervezet jogi személyiség maradhat, ha a tagokat nem védjük a társaság kötelezettségeitől. Ez utóbbi ugyanis nem a jogi személyiség, hanem a korlátozott, korlátolt felelősség kérdése. A jogi személyiség a tagoktól a társaság felé történő jog és kötelezettség-átvitelt szabályozza – szemben a tagok felé történő kötelezettség-átvitellel (például korlátlan felelősség esetével), vagy

⁵⁸ Például: „...személynek lenni vagy nem lenni tehát annyi, mint jogok és kötelezettségek alanyának lehetni vagy nem lehetni.” Grosschmid 1920] 104.

⁵⁹ A jogi személy definiálásakor ezt a teljes szétválasztást fogalmazza meg tankönyvében Kisfaludi András (Kisfaludi [2007] 30-32.) Papp Tekla is (Papp [2009] 32).

Ugyanakkor hozzá kell tenni, hogy Kisfaludi András szétválasztja az önálló vagyont és a felelősség kérdését. Bár – legalábbis főszabályként – a korlátolt felelősséget is a jogi személy alapelemei közé sorolja, azonnal jelzi is, hogy szemben az önálló vagyonnal és a képvisellel, ez nem a jogképesség elengedhetetlen eleme, hiszen „bizonyos korrekciókra” sor került, mint amilyen az, hogy a közkereseti társaság, vagy a betéti társaság belfogója felelőssége nem korlátolt.

Megjelenik ez a teljes szétválasztás bírósági érvelésekben is. Például Guinsburg, az Egyesült Államok Legfelső Bíróságának bírójának egy fontos esetben fogalmazott így: „Egy üzleti tevékenység vállalati formában való megszervezésével [...] az egyén szeparálja magát az új egységtől, egyúttal megmenekül attól, hogy ennek döntéseiért őt személyes felelősség terhelje. Megkérdézhajjuk: miért csak akkor tartjuk fenn a szeparációt, ha a vállalatot ellenőrző személyek védelmét szolgálja.”

jogátvitellel (például származékos keresettel [derivative suit]). A jogi személyiség e két dimenziójának bemutatása (és a korlátolt felelősségtől, illetve a származékos keresetek esetétől történő elhatárolása) az első két alfejezet tárgya.

A jogi személyiség úgy jön létre, hogy a jogrendszer elismeri a szervezet jogképességét, jogi személyiségként leírt jogait. Általában ezzel együtt az adott típusú jogi személy valamilyen nyilvántartásába is bekerül. Felmerül a kérdés: ez az elismerés miért szükséges a jogi személyiség létrejöttéhez? Miért nem jöhetnek azok létre egyszerűen nem regisztrált szerződések révén? Nem lenne elég a társaság vagyonának a védelméhez, ha a tagok vállalnák, hogy nem fogják elvonni a vállalkozás vagyonát, jogait? Ez lesz a harmadik alfejezet nagy kérdése.

Mielőtt belefogok az elemzésbe érdemes kiemelni, hogy a hitelező fogalmát itt szélesebb értelemben fogom használni, mint az előző fejezetben. Fel kell ismerni, hogy a tagon kívül minden érintettből lehet hitelező – ha más nem kényszerhitelező. Elég hozzá az, hogy a cég ne teljesítse vele szemben határidőre a vállalásait, tartozást halmozzon fel. Éppen ezért, amikor itt hitelezővédelemről beszélek, akkor a tagon kívül minden érintett védelméről beszélek. Amikor azt mondom, hogy a hitelezők szívesebben adnak hitelt, akkor ezen azt kell érteni, hogy az érintettek szívesebben lépnek kapcsolatba a jogi személlyel – kapcsolatba, amelyből ilyen hitelezőkként (kényszerhitelezőkként) is kikerülhetnek.

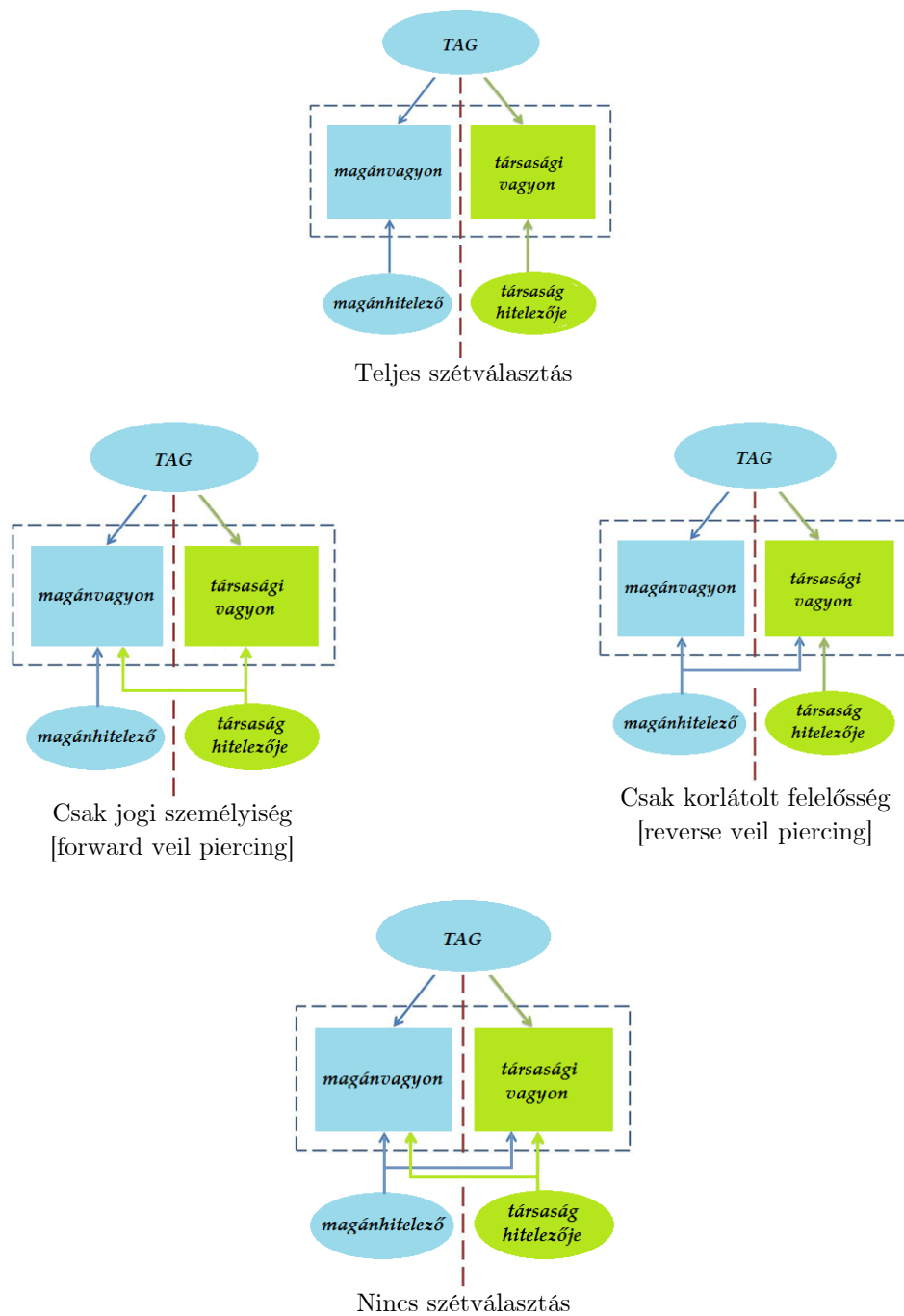
6.1. A KÖTELEZETTSÉG-OLDALI ELHATÁROLÁS

A tagok és a társaság közötti felelősség elhatárolását a legegyszerűbben Henry Hansmann és Rainier Kraakman sok helyen (gyakran szerzőtársakkal együtt) kifejtett modellje (Hansmann – Kraakman [2000] Hansman et al. [2006], Armour et al [2009]) segítségével érthetjük meg. Ők éles különbséget tesznek a jogi személyiség és a korlátolt felelősség között. Értelmezésük szerint, a jogi személyiség kulcsa a *lehetőséget teremtő vagyonszétválasztás* [affirmative asset partitioning], más elnevezéssel: a *szervezetet védő pajzs* [entity shield]. Ennek lényege, hogy a szervezet vagyona a szervezeté, ezt a tag (és a tag hitelezője) nem követelheti. Ennek épp az ellentettje a korlátolt felelősség, amikor a szervezet hitelezőjét akadályozzuk meg abban, hogy a tag elkülönült magánvagyonához hozzáférjen. Ez a *védelmező vagyonszétválasztás* [defensive asset partitioning], vagy *tagot védő pajzs* [owner shield].

6.1.1. *Vagyonszétválasztás: a vagyon védelme a hitelezőkkel szemben*

A jogi személyiség és a korlátolt felelősség között a kötelezettség-átvitel iránya tesz különbséget. A jogi személyiség a társaság, a korlátolt felelősség a tag vagyonát védi. Ezen definíció és a jogban bevett jogképesség-fogalom között a vagyon közgazdasági fogalma teremti meg a kapcsolatot.

A védelem iránya. Egy szervezet akkor jogi személyiség, ha a tagok hitelezője nem érheti el a társaság vagyonát, ha a tag hitelezője nem mondhatja, hogy a társaság a saját vagyonából fizesse meg a tag tartozását. Éppen ezt jelenti az, hogy a társaság önálló vagyonnal rendelkezik. Másképp fogalmazva: a társaság vagyonához csak a társaság hitelezői férnek hozzá. Végző soron, a jogi személyiség *a társaság hitelezőit védi*: korlátozza, hogy ki férhet hozzá a társaság vagyonához, „megóvjá” azt a társaság hitelezői számára.



6.2. ábra: A társaság és a tag vagyonának (és jogainak) szétválasztása, vagyon, kötelezettségek

A korlátolt felelősség pont fordítva: az a tag hitelezőit védi ugyanígy. Ha egy társaság korlátolt felelősségű, akkor a társaság hitelezői nem kérhetik a tagot a társaság tartozásainak kiegyenlítésére. (A jogi személyiség és a korlátolt felelősség közötti különbséget a 6.2. ábrán láthatjuk.) Röviden a két jogintézmény nem ugyanazt a vagyont, nem ugyanazt a hitelezői kört védi.

A vagyon fogalma. Az előző jogtudományi felfogás a társaság vagy a tag közgazdasági értelemben vett vagyonának védelméről beszélt. A *vagyon* (vagy a *tőke*) lényege a

közgazdaságtanban, hogy jövedelem (fogyasztási lehetőség) teremthető általa. *Mindaz* vagyon (vagy tőke), *ami révén jövedelmet lehet termelni*. (Milgrom – Roberts [2005] 193.) Jövedelmet termelni akkor tudunk, ha

- (i) vannak jogaink, és azokat elcserélhetjük (szerződéseket köthetünk) és
- (ii) az ebből befolyó javak (jövedelem) a mienk (a tulajdonunk) lesz.

„Jogaink vannak”, „tulajdont (vagyis tulajdonjogot) szerezhethetünk”: nyilvánvaló, hogy vagyona csak jogképes – jogokat vállalni tudó – szervezetnek lehet. Ilyen jövedelmet termelő jog viszont többféle van, amelyeket érdemes csoportosítani. Ennek egy egyszerű sémája látható a 6.3. ábrán.

Jogosultságok			
abszolút jogok			relatív jogok (például: szerződés)
dologi jogok		személyiségi jogok (nem átruházható jogosultságok)	
tulajdonjogok	idegen dologbeli jogok		

6.3. ábra: A jogosultságok csoportosítása, a tulajdonjog helye

Az első kérdés, hogy abszolút, vagy relatív jogról beszélünk-e. Utóbbi a szerződéses jog – és azért *relatív jog*, mert csak azzal szemben jelent követelést, akivel a szerződéses viszonyban (relációban) ezt kikötöttük. Az *abszolút jog* mindenkit kötelez, az abszolút jogunkat senki nem sértheti meg.

Az abszolút és a relatív jog közötti különbség akkor válik fontossá, ha megváltozik az a személy, akivel a társaság „szemben áll”. Mondjuk szerződést köt arra, hogy egy ingatlant használhat, vagy, hogy egy adott tevékenységhez tőle vásárolnak meg egy szolgáltatást – de megváltozik az ingatlantulajdonos személye, vagy az adott tevékenységet mostantól más látja el. Továbbra is használhatja az ingatlant, továbbra is tőle kell megvásárolni a szolgáltatást? Ha a jog, amit kikötött abszolút jog lenne, akkor az az új partnert is kötné – ha csak szerződéses jog, akkor az új partnerrel új szerződést kell kötni, újra meg kell tárgyalni a feltételeket.

Relatív jogot (a szerződési szabadság elve alapján) gyakorlatilag szabadon alakíthatunk ki. A felek olyan relatív jogokat, olyan kockázatmegosztást, olyan kötelezettségeket fogalmaznak meg, amilyeneket akarnak. Ezzel szemben az abszolút jogok kapcsán létezik egy lista, amit ilyen jogként elismer a jogrendszer. Például a magyar Polgári törvénykönyv is tételesen felsorolja ezeket – ezt nevezzük az *abszolút jogok zártságának* (*numerus claususnak*). A normatív joggazdaságtan számára ez érthető is: hatékony (csökkenti a tranzakciós költséget), ha az új tulajdonost nem kötelezi az összes, a korábbi tulajdonos által tett nyilatkozat. Ha köteleznék, az igencsak megnehezítené, gyakorlatilag lehetetlenné tenné az adásvételt: rengeteg elemet kellene ellenőrizni egy-egy vásárlás kapcsán. A vevő nem tudhatná, hogy pontosan milyen kötelezettségekkel terhelt dolgot vásárol. Ha az abszolút jogok zártak (és nem túl hosszú a listájuk), akkor tudhatja, hogy mik azok, amiket ellenőriznie kell.⁶⁰

Érdemes kitérni arra, hogy míg a közgazdaságtan számára a vagyon definíciója az, hogy jövedelmet tud generálni, addig a számvitel vagyonfogalma ennél szűkebb: az aktívák (eszközök) között nem

⁶⁰ Lásd erről bővebben Hansmann – Kraakman [2002], magyarul Menyhárd [2007] 140.

szerepel minden olyan elem, ami jövedelmet termel. Például egy-egy kulcspozícióban levő munkavállalóval fennálló szerződés (az, hogy ő épp nálunk, és nem a konkurenciánál dolgozik) igen nagy jövedelmet generálhat. Időnként ez olyan nyilvánvaló érték (a társaság közgazdasági értelemben vett vagyonának olyan jelentős része), hogy a pénzügyi jelentések értelmüket vesztenék nélküle. Gondoljunk például a sportra, ahol adott játékos jelentős jövedelmet generálhat a szervezetnek. A jog reagált is erre, és kialakította a „játékjog” fogalmát – többek között – annak érdekében, hogy a társaság pénzügyi jelentéseiben, könyveiben lehessen vele számolni.

A következő különbség az abszolút jogokon belül jelentkezik: léteznek *átruházható* és *át nem ruházható jogok*. Előbbi az ún. dologi jogok köre – utóbbi a személyiségi, személyhez kötődő jogoké. Például egy ingatlan eladható, egy gép (pontosabb úgy fogalmazni, hogy egy tulajdonjog) átruházható. Ezzel szemben a goodwill, vagy egy adott vállalat számára kiadott engedély nem.⁶¹

Ez az átruházhatóság azért is fontos, mert ez gyakran meghatározza azt, hogy amennyiben szükségünk van egy vállalatra akkor mit érdemes tenni – felvásárolni azt, vagy csak a vagyonát megvenni. Például egy adott vendéglátóhelyet szeretnénk megszerezni, amelyet egy adott vállalat működtet (övé a helyiség, a gépek, neki van működési engedélye). Megtehetjük, hogy „megvásároljuk a céget” (vagyis átvesszük a jelenlegi tagtól a részesedést) és megtehetjük, hogy megvásároljuk a helyiséget, gépeket, stb. Utóbbi módon azonban csak az átruházható jogokat szerezhethetjük meg. Például az engedélyeket a mi cégünknek újra meg kell szereznie. (Sőt, a társaság által kötött szerződések és szerződéses jogok sem maradnak meg.) Másik oldalról viszont a jogi személy által felhalmozott kötelezettségek is átszállnak. Ez a fő kockázat: kiderülhetnek a későbbiekben olyan kötelezettségek (nem ismert szerződések, tartozások, elmulasztott adók, stb.), amelyekkel nem vagyunk tisztában akkor, amikor beszállunk. (Épp ezért történik egy-egy felvásárlás előtt komoly átvilágítás. Persze teljes biztonsághoz ennek révén sem lehet jutni. A nem ismert kötelezettségek esélye, az ún. *jogi kockázat* mindig megmarad – és ez az előző fejezetekben látott módon visszahat az árra; csökkenti azt.)

Végül, az átruházható (dologi) jogokon belül megkülönböztetünk *tulajdonjogot* és *korlátolt dologi jogokat*. Mint a második fejezetben már láttuk, a *tulajdonjogot* a jogrendszer egy az adott dologgal, vagyontárggyal szembeni korlátlan jogként fogja fel: a tulajdonos mindent megtehet vele – amit a jog nem tilt, vagy amit mások abszolút vagy relatív joga nem korlátoz. Ezzel szemben a korlátolt dologi jogok tartalmát, az azokból fakadó kötelezettségeket és a jogosítványokat (elvileg) pontosan definiálja a jog. Például a zálogjog, amit a hitelezőnek nyújt a vállalat egy ilyen korlátolt dologi jog, amelynek a tartalma pontosan szabályozott. Nem tehetik meg azt a felek, hogy ettől eltérnek.

Az előző fejezetben láttuk, hogy amennyiben az adós nem fizet, a jogosult elérveheti a zálogtárgyat, és utána elszámolnak a bevétellel. De mivel ez korlátolt dologi jog, így ennek tartalmát a felek nem írhatják felül: nem tehetik meg, hogy azt mondják,

- a zálogtárgy – árverés nélkül – a hitelező tulajdonába kerül, vagy
- el kell ugyan árverezni, de nem kell elszámolni (a hitelező megtarthatja a vételárat).

Mielőtt lezárnánk a vagyon definícióját még az elnevezésre kell kitérni: *miért dologi jog* az átruházható abszolút jogok neve? Alapvetően azért, mert ennek a területnek a szabályozásakor

⁶¹ A társasági jogban a legfontosabb átruházással kapcsolatos kérdés az, hogy a tagságból fakadó jogok, a részesedés átruházható-e. (Ezzel a kérdéssel a 10. fejezet foglalkozik majd.)

a fizikailag birtokba vehető dolgok kérdései állnak a középpontban. A szabályozás elvileg erre a tárgykörre szól. Azonban a dologi jogi szabályok nem csak birtokba vehető dolgokra alkalmazhatók. Egyrészt maga a jog dologként definiál fizikailag birtokba nem vehető természeti erőket is, például az áramot. Másrészt a dologi jogot rendeli alkalmazni más esetekben is, amikor a tárgy ugyan jogi értelemben sem dolog, de a szabályok alkalmazhatók. Ezért lehet dologi jog tárgya például a követelés is, a forgalomképes jog is, vagy akár a teljes szerződési pozíció is – így a társasági üzletrész is.

6.1.2. A vagyon visszakövetelése: a vagyon védelme a taggal szemben

A vagyonszétválasztás előző modellje arra helyezte a hangsúlyt, hogy tag hitelezője elérheti-e a társaság vagyonát. A gyakorlatban ennél is fontosabb azonban az, hogy a *tag* elérheti-e a társaság, a szervezet vagyonát. A tag hitelezője ugyanis tipikusan nem a vállalat valamely forgalomképes vagyonelemét (ingatlant, gépet, autót, stb.) fogja kérni, hanem első lépésben a tag részesedését, tagi pozícióját szerzi meg.⁶² Ezt követően azonban már tagként követelheti a vagyon egy részét. A társasági vagyon védelméről, vagyis jogi személyiségről akkor beszélhetünk, ha a korábbi hitelező (vagy a tag helyébe lépő örökös) immár tagként sem tarthat igényt a szervezet vagyonára.

E logika alapján a jogi személyiséget megteremtő igazi szabály a magyar jogban nem a Ptk. 3:1.§ (1) bekezdés jogképességet kimondó mondata, hanem a Ptk. 3:9.§ (1) bekezdésének második része: „A jogi személy részére teljesített vagyoni hozzájárulást vagy annak értékét nem lehet visszakövetelni.”

Bár a magyar jog is a vagyon visszakövetelhetetlenségéből indul ki, de végső soron a tag – valamilyen úton – majd minden szervezeti formában hozzáférhet a társaság vagyonához. E tekintetben tehát a jogi személyiség nem „van vagy nincs” kérdése, hanem inkább fokozati: milyen könnyű a vagyont kivonni a társaságból. Erősebb a jogi személyiség, erősebb a jogi személyiség védelme, ha nehezebb ezt megtenni. A különböző szervezeti, társasági formák között aszerint tehetünk különbséget, hogy a tag

- (a) a szervezet vagyonának mekkora részéhez és
- (b) milyen lépések útján juthat hozzá.

A tag számára elérhető vagyon. A legtöbb társasági forma esetében a tag ugyan követelheti a társasági vagyon rá eső részének kiadását (vagy kezdeményezheti a szervezet felszámolását), de csak az *abszolút prioritás* szabály betartásával férhet ahhoz hozzá. E szerint a tagok *csak a hitelezők kielégítése (vagy a hitelezők kielégítésére elegendő vagyon levonása) után fennmaradt vagyonra jogosultak*. Ráadásul általában ez a vagyon sem „véglegesen az övék”: amennyiben meghatározott időn belül felbukkannak olyan hitelezők, akik kielégítésére a társaság vagyona nem elegendő, akkor a tagoktól utólag „visszakérhető” a kivont vagyon.

Az abszolút prioritás elvét tartalmazza kkt. és bt. esetén a Ptk. 3:150.§ 2. bekezdése, mely szerint az elszámolásnak, a vagyonkiadásnak a társaság forgalmi értéke alapján kell történnie. Az utólagos felelősséget pedig a Ptk. 3:151. § (1) bekezdése mondja ki: „A társaság volt tagja ... a tagsági jogviszony megszűnésétől számított ötéves jogvesztő határidőn belül ugyanúgy köteles helytállni

⁶² Persze csak akkor teheti ezt meg, ha a tagi részesedés forgalomképes, annak átruházását a jog nem tiltja, vagy nem köti a többi tag hozzájárulásához – nem enged nekik elővásárlási jogot.

a tagsági jogviszony megszűnése előtt keletkezett társasági tartozásokért, mint a tag a tagsági jogviszonya fennállása alatt.”

Ugyan az abszolút prioritás a tipikus szabály, de léteznek ennél erősebben, és ennél gyengébben védett szervezetek is. Erősebb védelmet jelent az, amikor a tag nem is követelhet vagyont, még a társaság, a szervezet felszámolása esetén sem. Klasszikus, profittermelésre használt szervezetek esetén ez ugyan ritka, civil szervezeteknél azonban gyakori.

A magyar jogban a vagyon visszakövetelésének ilyen tilalmát találjuk az egyesületek és az alapítványok esetében. Az egyesületek esetében a 3:85. § mondja ki, hogy az egyesület jogutód nélküli megszűnésekor a – hitelezők követeléseinek kiegyenlítése után fennmaradó – vagyont az egyesület céljával megegyező vagy hasonló cél megvalósítására létrejött közhasznú szervezetnek kell átadni, és nem a tagok között szétosztani. Az alapítvány esetén pedig a 404.§ (2) és (3) bekezdés szerint a vagyont az alapítvány céljával azonos vagy hasonló célú alapítvány vagy egyesület számára kell átadni – az alapító csak akkor kaphatja vissza (és akkor is csak a juttatott vagyont értékig), ha maga is ilyen szervezet.

A másik szélsőséges eset, amikor a kilépő tag a hitelezők kielégítése előtt is hozzájuthat a vagyonhoz. Ez már a hitelezők megtérülését is veszélyezteti. (Kisfaludi [2014] 19.99)

Ilyen helyzet a magyar jogban a *szövetkezetek* esetén jelentkezik. A 3:361.§ értelmében a kilépő tagot megillető vagyont két részből tevődik össze: a vagyoni hozzájárulásból és a vagyoni hozzájárulásra jutó saját tőke összegéből (amennyiben az nem lekötött tartalék). Az előbbi kifizetését azonban a Ptk. nem köti feltételhez, vagyis azt akkor is ki kell adni, ha a szövetkezet részben már felélte azt.

A vagyonhoz jutás módja. E tekintetben – Hansmann és Kraakman nyomán – érdemes három lehetőséget elkülöníteni: a gyenge, a közepesen erős, és a legerősebb, mondhatnánk abszolút védelmet. (Hansmann et al [2006] 1337-1338, Armour et al [2009] 7.m)

- *Gyenge védelem* esetén a tag, illetve hitelezője szabadon kezdeményezheti a szervezet felszámolását, feloszlását – de ez nem érinti a kielégítési sorrendet.

A magyar jogban a gyenge védelem speciális formája jelenik meg a közkereseti társaság és a betéti társaság esetén. Itt ugyanis a tag kiléphet, de ez a gyakorlatban sokszor a társaság felszámolásához vezet: amennyiben ugyanis nincs meg a kellő számú tag, akkor a társaság meg kell, hogy szűnjön. (Kkt esetén: Ptk. 3:152.§ bt. esetén: Ptk. 3:158.§ értelmében).

- *Közepesen erős védelmet* jelent az, ha a tag egyoldalúan nem léphet ki, a szervezet felszámolásához pedig a tagok meghatározott többséggel hozott döntése szükséges. Az ide tartozó szervezeti, társasági formák az alapján csoportosíthatók, hogy mekkora ez az elvárt többség.

A magyar jogban ilyen közepes védelem illeti meg

- az egyesületet, amelynek megszűnését – diszpozitív szabály⁶³ szerint – a közgyűlésnek kell kimondania (Ptk. 3:74.§) méghozzá (a Ptk. 3:19.§ 2. bekezdése értelmében) a határozatképességnél figyelembe vehető tagok szavazatainak többségével;
- a korlátolt felelősségű társaságot, amelyet – szintén diszpozitív szabályként – szavazattöbbséggel lehet felszámolni (a kft. esetén a Ptk. nem határozza meg külön a felszámolás menetét: a jogi személyek és a gazdasági társaságok általános szabályaiból következik ez)

⁶³ Csehi [2014] 13.212.

- a részvénytársaságot, amelynek megszüntetéséhez a közgyűlésen a szavazatok háromnegyede kell (Ptk. 3:276.§)
- *Abszolút védelmet* a szervezet pedig akkor élvez, ha a tagok nem is indíthatnak felszámolást, nem is kezdeményezhetik a szervezet feloszlását.

Ez a helyzet a magyar jog szerint az alapítvány esetében, amelyet a Ptk. 3:403.§ értelmében az alapító nem szüntethet meg. Arra van lehetősége, hogy amennyiben az alapítvány működtetéséhez intézkednie kellene, és ezt elmulasztja, akkor ezzel „halálra ítélheti” az alapítványt.

A két dimenziót, vagyis a vagyonfelosztás módját, illetve a felszámolás, vagyonfelosztás kezdeményezését összekapcsolva, a társasági vagyon különböző erejű védelmét láthatjuk a 6.4. ábrán. A magyar jogban a leggyengébben a szövetkezetek védettek a tag (illetve a tag hitelezőjének) követelésétől, a legerősebben az alapítványok. (A többi szervezet pajzsának erejét nem lehet egyértelmű sorrendbe rendezni, annak erőssége attól függ, hogy valaki, például egy adott vagyont igénylő tag számára, a felszámolás, a vagyonhoz jutás módjának szabályozása vagy az elérhető vagyon számítási módja jelent-e nagyobb visszatartó erőt.)

Vagyonból kizárva		egyesület			alapítvány
Abszolút prioritás	kkt. bt.		kft	rt.	
Vagyonkivonás lehetősége	szövetkezet				
	Gyenge védelem, a tag kilépése	25%	50%	75%	Abszolút védelem
		Felszámoláshoz szükséges többség			
		Közepes védelem			

6.4. ábra: Jogi személyiség kötelezettség oldala – a szervezetet védő pajzs ereje

6.2. A JOGOSULTSÁGOK ELHATÁROLÁSA

A joggazdaságtani modellek ugyan alapvetően a kötelezettség-oldalra koncentrálnak, de az utóbbi években egyre több vita tárgya az is, hogy a társaság és a tag jogai milyen viszonyban állnak egymással. Különösen éles a vita arról, hogy a személyiségi jogok közül melyek illetik meg a társaságokat? Az, hogy a szervezeteknek van jóhírnévhez való joguk, van az üzleti titokhoz való joguk és joguk van a védett ismeret, a know-how védelmére, a névvisselésre ma már egyértelmű. De a magyar jogi irodalom sem egységes abban, hogy például a hátrányos megkülönböztetés tilalma a jogi személyek esetében értelmezhető-e.⁶⁴

A magyar Ptk. 3:1.§ (2) bekezdése csak annyit mond, hogy „a jogi személy jogképessége kiterjed minden olyan jogra és kötelezettségre, amely jellegénél fogva nem csupán az emberhez fűződhet.” Ez a megfogalmazás sok kérdésre nem ad egyértelmű választ – ezekben a joggyakorlat válaszaira várunk. Álljon itt két olyan eset, amely az Egyesült Államok joggyakorlatában okozott nagyobb vitákat az utóbbi években:

⁶⁴ Papp ([2014a] 362., Papp [2014b] 157.

1. A Citizens United ügyben⁶⁵ az volt a kérdés, hogy folytathat-e egy szervezet⁶⁶ politikai tevékenységet, támogathat-e anyagilag politikai kampányokat? Az nem vitás, hogy a tagok, a menedzser magánemberként, magánvagyonukkal megtehetik ezt. Probléma akkor merül fel, amikor a vállalat (a menedzser) ezt közvetlenül a vállalat vagyonából akarják megtenni. (Ha a válasz nem, az – a közgazdaságtan elemzése szerint – annyit jelent, hogy a szervezet vagyonát előbb magánvagyonná kell transzformálni. Például osztalékfizetés révén.)
2. A Hobby Lobby esetben⁶⁷ egy szabály a vallási szervezeteket mentesítette az alól a kötelezettség alól, hogy alkalmazottaikra az ő fogamzástól is fedező biztosítást kössenek. A felperes egy keresztény család által „tulajdonolt” és menedzselte profitérdekelt vállalat volt. Ők a vallásszabadságra hivatkozva kértek mentesítést a fogamzástól is fedező kötelező biztosítás alól.

A kötelezettség-átvitelhez hasonlóan a jogok átvitele is lehetséges mindkét irányban. Az egyik irány az, amikor a *szervezet jogai válnak a tag jogává, ő hivatkozhat rájuk* – például bírósági eljárásban. Ez a származékos keresetek esete. A másik irány, amikor a *szervezet hivatkozhat a tag valamilyen jogára*. Ezt a viszonyt most a *jogi személyiség jogosultsági oldalának* nevezem.

6.2.1. Jogátvitel a tagok felé, a tagok jogérvényesítése

A kiindulópont minden jogban az, hogy a tag nem hivatkozhat a társaság jogaira. Saját jogaiért, tagként őt megillető jogokért természetesen szabadon felléphet. Ez utóbbit nevezük közvetlen pereknek. Ezek esetkörét azonban nagyon nehéz elhatárolni a származékos keresetektől [*derivative suit*].

Származékos keresetek. Egyes jogok lehetővé teszik, hogy valamely tag, vagy tagok egy csoportja a társaság helyett pereljen. Tipikusan olyan esetben történhet ez meg, amikor a menedzsmenst felelősségének megállapítása a kérdés: olyan döntést hozott, amely a társaság számára káros. (A 11. fejezetben látunk majd erre több példát.) Fontos kiemelni, hogy a perlés joga alapvetően ilyenkor is a társaságé, ezért származékos keresetre csak akkor van lehetőség, ha ezzel a joggal a társaság nem él – de a tagok egy csoportja (kisebbsége) élni kíván.

A származékos keresetek indítását elfogadó jogrendszerek az ilyen kérelmek bírósági befogadását különböző procedurális feltételekhez kötik. Gyakori például, hogy

- a pert indítóknak bizonyítaniuk kell, hogy legalább a tagok meghatározott része támogatja őket – ennyi tagnak együtt kell a pert megindítani,
- a származékos keresetet megindító tagok kifejezetten felhívták a társaságot a per megindítására, de a társaság illetékes szerve ezeket a javaslatokat nem fogadta el.⁶⁸

Ráadásul, sok helyen lehetséges a származékos kereset „átvétele”, „visszavétele” is: ha a per el is indul, a társaság akkor is bármikor magához veheti azt, átvéve a felperes helyét – hiszen a

⁶⁵ Citizens United v. FEC 130 S. Ct. 876; 175 L. Ed. 2d 753; 2010 U.S. LEXIS 766

⁶⁶ A perben nem csak gazdasági társaságok, hanem például nagy vagyont felhalmozó szakszervezetek is érintettek voltak.

⁶⁷ Burwell v. Hobby Lobby Stores, Inc., 134 S.Ct. 2751, WL 2921709, 2014 U.S. LEXIS 4505, 123 Fair Empl.Prac.Cas. (BNA) 621

⁶⁸ Ugyanakkor ha az igazgatóság „befogadja” az esetet, akkor onnantól a kezdeményezőnek nem lesz beleszólása a permenetbe, vagy éppen a megállapodásba, ezért az igazgatóság lépéseit ebben az esetben a bíróság ellenőrzi. Például az esetleg megkötött egyezményt a bíróságnak jóvá kell hagynia.

tagok az ő jogaiért perelnek. Gyakori persze ilyenkor, hogy a visszavett per „elsikkad”: a társaság, amely eleve el sem akarta indítani a pert, nem fog annyit tenni a per megnyerése érdekében, mint amennyit az azt elindító tagok tennének.⁶⁹

Nem meglepő módon ezek a – részben eljárásjogi – szabályok sok olyan tagot elriasztanak a származékos keresetek elindításától, akik erre egyébként jogosultak lennének. Vagyis az, hogy a jog a származékos kereseteket elismeri, még nem jelenti azt, hogy a gyakorlatban is jelentős szerepük lesz. Fontos, hogy a per – elindítási, majd a később felmerülő, például bizonyítási – költségei alacsonyak legyenek, a pernyerés esélye magas legyen (ez csökken, ha a társaság visszaveszi a pert), és – kockázatkerülő potenciális felperes esetén – a per kockázata (a kimenet szórása) is alacsony legyen. (A per visszavételének esélye a kockázatot is növeli.)

A magyar törvény szerint a tagok, a vezető tisztségviselők és a felügyelőbizottság tagjai akkor indíthatnak keresetet a jogi személy határozatainak bírósági felülvizsgálatát kérve, ha a határozat jogszabálysértő vagy a létesítő okiratba ütköző volt. (Ptk. 3:35.§). Pusztán ésszerűtlenség vagy gazdaságtalanság miatt nem. (Más jogokban lehetséges pusztán a döntések ésszerűtlensége, gazdaságtalansága miatt is perelni. Más kérdés, hogy az ésszerűtlenség, a gazdaságtalanság bizonyítása az ún. *business judgement rule* alapján ott is meglehetősen nehéz. Erről részletesebben a 11. fejezet szól.)

Kisebbségvédelemre a Ptk. 3:105.§ ad lehetőséget: amennyiben a társaság legfőbb szerve nem bocsátotta határozathozatalra, vagy elvetette azt az indítványt, hogy a szervezet valamely tag, vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag, vagy a könyvvizsgáló ellen követelést érvényesítsen, akkor a szavazati jogok öt százalékaival rendelkező tagok maguk is érvényesíthetik a követelést. (Részvénytársaság esetén az öt százalékos határ, a sokszor szétaprózott tulajdonosi struktúra miatt, a Ptk. 3:266.§ alapján egy százalékra csökken.) Fontos kiemelni, hogy a tagok nem a saját nevükben, nem a saját javukra, hanem „a gazdasági társaság képviseletében”, annak nevében, annak javára járnak el – ezért ez származékos keresetnek tekinthető.

Elhatárolás a közvetlen perekétől. Sokszor nehezen elhatárolható, hogy a tagot, vagy a társaságot éri-e kár, hátrány. Például az USA-ban több példát ismerünk, amikor *elsősorban* a társaságot és nem a tagot éri kár, illetve a döntés hasznai is a társaságnál csapódnak le, de a bíróság mégis közvetlen pert enged.

Az Egyesült Államokban tipikusan ilyen közvetlen per indul, ha a tag nem kártérítésért perel, hanem bizonyos lépés megtiltásáért vagy kötelezővé tételéért [injunction] esetleg jövőbeli magatartási szabály kimondásáért [prospective relief] perel. (Bainbridge [2009] 189)⁷⁰

A társaság jogainak gyakorlása. Eddig azt kérdeztem, hogy a tag mikor perelhet a társaság helyett – vagy a társaság nevében? De ahhoz, hogy azt mondhassuk, hogy valaki a társaság helyett perel, vagy a társaság helyett jár el, tudnunk kell, hogy nem a társaság jár el. Mint az első fejezetben, a módszertani individualizmus kapcsán láttuk, a közgazdaságtan egyik alapvető állítása, hogy egy társaság nem tud csinálni semmit – csak egyes emberek (vagy adott emberek közösen) tudnak.

⁶⁹ Ekkor a vezetőség felállíthat egy bizottságot [special litigation committee], amely megvizsgálja, hogy a per, illetve a felperes által kért intézkedés valóban a vállalat érdekeit szolgálja-e, és a vizsgálat eredményeiről tájékoztatja az eljáró bíróságot. A bíróság nem köteles elfogadni a bizottság véleményét – bár az kétségtelenül erősen befolyásolni fogja.

⁷⁰ A származékos keresetek amerikai szabályozásának problémáit részletesen bemutatja és elemzi Bainbridge [2009] 187-219. Thompson – Thomas [2004] 1758-1760.

A jog is ebből indul ki: megmondja, hogy ki a jogi személy képviselője. A más által (akár a tag által) tett nyilatkozat, a más által kötött szerződés, a más által indított per nem a jogi személy nyilatkozata, szerződése, pere. Sőt, tovább is léphetünk: nem csak, hogy nem a jogi személy lépése, hanem ezt a másik félnek fel is kell ismernie. Vagyis aki olyan taggal köt szerződést, aki nem a társaság nevében jár el, nem mondhatja, hogy ő a társasággal kötött szerződést – tudnia kell, hogy a tag nem jogosult a társaság képviseletére.

6.2.2. A jogi személy jogai

Fordítsuk most a figyelmünket arra, hogy mik azok a jogok, amelyekre a társaság hivatkozhat. A jogok ezen, a társaság által gyakorolt, hivatkozható körét nevezzük a jogi személyiség terjedelmének.⁷¹

A kötelezettségek kapcsán láttuk, hogy az egyes társaságok között különbség lehet aszerint, hogy jogi személyiségük milyen erős (milyen erős védelmet élvez). Ugyanígy különbség van a társaságok között aszerint is, hogy milyen jogokkal rendelkeznek (menedzsmentjük milyen jogokra hivatkozhat). Ilyen eltérések két ok miatt keletkeznek

- a jogrendszer miatt: a jogrendszer több jogot biztosít bizonyos szervezeteknek, mint másoknak, és
- a tagok akaratából: például, ha kiterjesztik, vagy (tipikus esetben inkább) korlátozzák a társaság, annak képviselője (tipikusan: a menedzsment) által gyakorolható jogok körét.

A jogrendszer által teremtett különbségek. Mint az alfejezet elején jeleztem, meglehetősen nehezen adható lista arról, hogy mekkora is a jogi személyek terjedelme – arról még nehezebben, hogy mennyiben tér ez el az egyes társaságok esetén. Nyilvánvalóan léteznek szempontok, amik szerint különbséget tehetünk a vállalatok között, de teljes listát közel sem tudunk adni.

Nem kérdéses például, hogy egy vallási szervezet olyan jogokkal is rendelkezik, amikkel egy nem vallási nem. Például a diszkriminációs szabályokat másképp alkalmazzák az esetükben (például nem nemi diszkrimináció, hogy katolikus pap, vagy jónéhány zsidó hitközségben rabbi nő nem lehet). Ugyanígy egy egyetem is – az oktatás, a kutatás szabadságára hivatkozva – követelhet magának olyan jogokat, amely egy más jogi személy számára nem lenne hivatkozási alap.

Nyilvánvaló, hogy különbség van aszerint, hogy egy olyan társaságról van-e szó, amelynek egyetlen tagja van, amelynek tagjai családtagok, vagy egy sok tagból, befektetőből álló szervezet. Előbbi esetben ugyanis a tagok közötti konfliktus esélye kizárt (egy tag esetén), vagy legalábbis alacsony (családi vállalatban). Nem véletlen tehát, hogy az ún. *zárt társaságok* [closely held corporation] általában szélesebb jogokra hivatkozhatnak, mint egy nyitott, sok tagból álló társaság.

Például a Hobby Lobby döntés kapcsán a konkrét ügyben a felperesek igényét (a vallásszabadságra való hivatkozást) támogató Stephen M. Bainbridge egy hét pontból álló szempontlistát javasolt,

⁷¹ Az irodalomban természetesen nagy hangsúlyt kap az a kérdés is, hogy ez valóban a társaság joga, vagy a társaság csak él a tag jogosítványával – ez a joggazdaságtani irodalmat kevésbé érdekli: ugyanaz a társasági vezetés, ugyanaz a társasági képviselő dönthet a joggyakorlásról mindkét esetben.

aminek alapján eldönthető, hogy egy-egy szervezet hivatkozhat-e a (tag) vallásszabadságának, lelkiismereti szabadságának sérelmére (Bainbridge [2013] 246-247.):

- A kérdés csak zárt társaságokban merülhet fel, amelyekben kevés tag van.
- Az alapszabálynak tartalmaznia kell a cég vallási elkötelezettségét.
- A vállalat tagi szerkezetének, a tagok cserélődésének szabályozásának biztosítania kell, hogy ez a vallási kötődés megmaradjon.
- A tagok, a társasági szerződés, az alapszabály a menedzserektől is elvárja, hogy ugyanolyan vallási meggyőződésük legyen mint a tagoknak.
- Vallási tevékenység (például közös ima, Biblia-olvasás, közös istentisztelet) rendszeresen része a taggyűléseknek, vezetőségi üléseknek.
- A munkavállalók hasonló vallási tevékenysége lehetséges.
- A vállalati nyereségből jelentős részt fordítanak vallási célokra, vagy a tagok vallási meggyőződése által meghatározott célokra.

A tagok döntései. Itt a kiindulópont az, hogy a tagok nem korlátozhatják a szervezetek jogait: ezt nevezzük úgy, hogy *a jogi személyiség* alapesetben *abszolút jellegű*. A magyar jog kiindulópontja az *abszolút jogképesség*, vagyis az, hogy nem ismeri a célhoz kötött jogi személyiséget: elvileg minden szervezet minden, a jogi személyeket megillető joggal rendelkezik. Más jogrendszerek ismerik a „célszervezeteket” is, amelyekre az *ultra vires* elv érvényes: ezeket a szervezeteket kifejezetten bizonyos célra hozzák létre – ezért jogaik sem terjedhetnek túl ezen az adott célon.⁷²

A képviselő korlátozása. Ezen a ponton érdemes egy pillanatra visszatérni a képviselő előző pont végén látott kérdéséhez. A jog ugyanis nem csak a szervezet, a jogi személy abszolút jogképességét feltételezi, hanem a képviselőt, a tagét is. A jogi személy nem tud cselekedni, csak az azt képviselő személy – mondtam az előbb. Ebben az értelemben mindegy lenne, hogy valaki a társaság jogait korlátozza, vagy a képviselőjét. Ez a jogban is megjelenik: amennyiben a menedzsmenttől a taggyűlés bizonyos jogokat – kifelé érvényesen – meg akar vonni, akkor erről a harmadik felnek tudnia kell, vagyis minimális elvárás, hogy a képviselő ezen korlátozását a társaság megfelelően nyilvánosságra hozza.

Tegyük hozzá ez nem jelenti azt, hogy a tagok nem tudják a gyakorlatban korlátozni a képviselőt ellátó menedzsment jogkörét. Hozhatnak olyan döntéseket, amelyekhez a menedzsmentnek „tartani kell magát”. De ez csak annyit jelent, hogy amennyiben mégis ilyen lépést tesz, akkor

1. az a vállalat nevében tett lépés lesz – például a szerződés érvényes
2. a menedzsmenttel szemben a tagok eljárhatnak (elbocsáthatják őket, a társaságnak okozott károkra hivatkozva pert indíthatnak, stb.).

Ez az eljárás ugyan a gyakorlatban jelenthet kellő visszatartó erőt, de amennyiben az adott lépést a menedzsment mégis megteszi, akkor ez „kifelé érvényes lesz”: például, ha a szerződést végrehajtották, akkor az eredeti állapot visszaállítását a társaság nem kérheti. Sőt, a szervezet kártérítést sem kérhet a külső féltől.

⁷² Sárközy Tamás értelmezése szerint ennek az *ultra vires* elvnek egy megjelenése a magyar jogban a társaság. (Sárközy [2008] 6.)

6.3. A JOGI SZEMÉLYISÉG HATÁSA

Az eddigiekben a jogi személyiség jogi következményeit tekintetem át. Most jutottunk el oda, hogy végiggondoljuk, miért érdemes jogi személyiséggel rendelkező szervezetet létrehozni. Például miért hoz létre egy vállalat jogi személyiséggel bíró, 100%-ban általa „tulajdonolt” leányvállalatokat? (Mondjuk, egy nagy olajtársaság miért szervezi az olajfinomítóját külön cégbe?) Nem lenne egyszerűbb a vállalaton belüli szervezeti struktúrát úgy átalakítani, hogy nagyobb jogköröket kapjon az adott szervezeti egység vezetése?

A jogi személyiségnek természetesen sok következménye van – sok olyan, ami majd a következő fejezetekben lesz egyértelmű (például az, hogy a menedzsmenté, a társaság képviselőjéé a döntő szó, ha közte és a tagság között vita robban ki). Ebben a fejezetben egy (talán a legfontosabb) következményt mutatom csak be: a jogi személyiség nagyobb védelmet nyújt a hitelezőknek, ezért könnyebben juthat hitelhez az ilyen módon megszervezett projekt.

Másrészt szembe kell nézni azzal is, hogy a társaság jogi személyiségét a jogrendszer akkor ismeri el, ha regisztráltatja magát. Felmerül a kérdés, hogy ezt miért vállalják fel a társaság alapítói – miért nem elégednek meg azzal, hogy egymással kötött szerződésekben leírják mindazt, amit a jogi személy jelentene?

Hitelezővédelem – jobb szerződési feltételek. Láttuk: mivel a tag hitelezői nem férhetnek hozzá a társaság vagyonához, és a tag is csak akkor, ha a hitelezők kielégítéséhez szükséges vagyon biztosított, így a hitelezők számára a jogi személyiség nagyobb biztonságot jelent. Kevésbé fenyegeti őket az, hogy nem fogják tudni a követeléseiket behajtani – magasabb lesz a várható megtérülés. Emiatt a hitelezők szívesebben adnak hitelt a jogi személyiséggel bíró, ilyen védőpajzzsal bíró társaságok javára, mint a jogi személyiséggel nem rendelkezőknek.

A legfontosabb előny, hogy a leányvállalattal kapcsolatba lépők nagyobb biztonságban tudhatják a hiteleiket, hiszen az anyavállalat érintettjei (hitelezői) nem érhetik el annak vagyonát. Kisebb ezért a csődkockázat – a hitelező vélhetően kedvezőbb feltételekkel hitelez. Igaz, úgy tűnhet, hogy mivel az anyavállalat több projektet futtat, így annak csődkockázata (illetve vélhetően a volatilitása is) mindig kisebb, mint a leányvállalaté. De ez nincs így. Mivel a leányvállalat hitelezője fordulhat az anyavállalat ellen, viszont az anyavállalaté nem fordulhat az önálló jogi személyként létező leányvállalat ellen, így utóbbi hitelezői számára nyilvánvalóan csökken a csődkockázat.

További előnyt jelenthet, hogy az adott üzemegység, projekt kockázata, csődveszélye, hozamának volatilitása is könnyebben becsülhető, ha önállóan leányvállalatként működik: nem kell minden az anyavállalat által menedzselt projektet értékelni a befektetőnek. Az adott piacon ismerősen mozgó – de esetleg az anyacég többi piacán nem jártas - befektető könnyebben becsli ezt.

Félreértések elkerülése végett: a jogi személyiséggel bíró önálló szervezetek létrehozására nem lehet ok a korlátozott felelősség. Azért nem érdemes ilyen leányvállalatokat létrehozni, hogy azok tartozásait ne lehessen az anyacégen követelni – mert a legtöbb jogrendszerben ilyen esetben az egyetlen tagnak helyt kell állnia a leányvállalat kötelezettségeiért is.

Jogi személyiség szerződéses alapon. Miért van szükség a jogi személyiségre, miért nem érik el ugyanazt a tagok szerződéses úton? Tegyük fel például, hogy összeadnak a tagok valamilyen vagyont, hogy abból finanszírozzák egy közös céljuk elérését. A jogi személy eddig látott

joghatásainak „előállításához” csak arra lenne szükség, hogy a tagok olyan szerződést („társasági szerződést”) kössenek egymással, amelyben mindannyian vállalják, hogy

- (i) az elkülönített („társasági”) vagyont nem fogják elvonni,
- (ii) ezt a vagyont a saját hitelezőik számára sem teszik elérhetővé,
- (iii) a csoport (a „társaság”) képviselőjével megbíznak egy személyt (a menedzsert) – és az ő jogait nem fogják elvonni.

A három feltétel közül az első viszonylag könnyen teljesíthetőnek látszik: ilyen kitételt bele kell foglalni a „társasági szerződésbe”. Mi történik azonban, ha valamelyik tag mégis megpróbálná elvonni a közös vagyont egy részét, vagy követelné a részét a közös vagyontól? A bíróság ekkor szerződésszegést lát majd, illetve azt, hogy valaki a saját részét követeli egy közös vagyontól, amelynek társtulajdonosa. Éppen ezért vélhetően lényegesen könnyebben ítélné meg, kevésbé szankcionálná az ilyen próbálkozást, mint ha jogi személy vagyonáról lenne szó. Utóbbi vagyónának ugyanis a tag nem (társ)tulajdonosa.

A második kérdés már több problémát okoz. Ha a tagok ilyen szerződést kötnek egymással, akkor a vállalat hitelezői ugyan kapnak ígéretet arra, hogy a vállalat vagyonához, csak ők férnek majd hozzá – de ez az ígéret lényegesen gyengébb, mint amit jogi személyiség esetén kapnának. Ugyanis ez a védelem csak akkor teljesül, ha az összes tag összes hitelezője lemond a taggal kötött szerződésében arról, hogy a közös vagyontól keressen alkalomadtán kielégítést. Ha csak egyetlen hitelezővel kötött szerződésből kimarad ez a passzus (vagy az állam a tag köztartozásainak behajtása érdekében fordul a közös vagyontól), akkor a „társaság” vagyona csökkenni kezd. Vagyis, ha nincs jogi elismerés, csak szerződés, akkor nő a projekt (a „társaság”) hitelezésének kockázata – nő a tőkeköltség.

A menedzser jogait egy ilyen tagok közötti szerződés pontosan úgy és annyiban védené, ahogy a közös vagyont is. A tagok közötti szerződés megszegésekor (vagyis amikor az egyik tag mégis olyan döntéseket hoz, amelyeket a szerződés a közös vagyontól képviselőjének, menedzserének tartott fenn) a képviselőt, a menedzsert kevésbé védené a jogrendszer. A tagok közötti „társasági szerződés” csak a tagok belső viszonyát szabályozná – ez a külső felet nem köti. Egy a „társasági szerződéssel” ellentétesen fellépő tag által kötött szerződés érvényes lesz. (Más kérdés, hogy persze ilyen esetben a szerződést kötő külső fél általában ellenőrzi, hogy akivel beszél az megfelelő felhatalmazás birtokában van-e, mert neki is egyszerűbb a problémás szerződést ezen a ponton kiszűrni, mint a későbbi problémákkal szembesülni. E tekintetben viszont a jogi személyiség lényegesen egyszerűsíti a tranzakciókat, csökkenti azok költségét, mert a társaság jog által definiált képviselőjének nyilatkozatai a társaság nyilatkozatai – minden külön tagi felhatalmazás nélkül is.)

6.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezetben a jogi személyiség jelentéséről, annak közgazdasági jelentőségéről volt szó. Ennek kapcsán három olyan téma bukkant fel, amely a társasági jogon, illetve a jogi személyiség szűkebb fogalmán kívül is nagy jelentőséggel bír: az egyik a jogosultságok csoportosítása, a másik a perlési ösztönzők, a harmadik a képviselő problémája.

A jogosultságok kapcsán láttuk, hogy azoknak sok fajtájuk van, amely főleg a kötelezettek köre, az átruházhatóság és a jogosultság megfogalmazásának pontossága alapján térnek el egymástól. A közgazdaságtan számára mindegyik a tőke, a vagyon része lehet, hiszen képesek jövedelmet termelni. Azonban különböző jogosultságok esetén más-más módon lehetséges ez a jövedelemtermelés.

A perindítás kapcsán láttuk, hogy azt nem csak a perindítási jog (például annak eljárási szabálya) befolyásolja, hanem a per várható kimenete és a kockázata is. Például, ha a társaság visszaveheti a tag által – a vállalat nevében – a menedzsmenttel szemben indított pert, akkor a per várható hozama csökken, kockázata nő, vagyis a perindításra csökken az esély.

A képviselő kapcsán pedig láttuk, hogy annak korlátozása kétféle hatást gyakorolhat. Közvetlen hatása az, ha a korlátozás „kifelé is érvényes”, vagyis az ilyen korlátozásba ütköző lépések nem is lesznek érvényesek. A jogrendszerrel függ ezen közvetlen hatás léte: érvényesnek tekinti-e az ilyen lépéseket, szerződéseket. Az ilyen korlátozásoknak azonban mindenképpen van egy indirekt hatása is: ha a képviselő lépése nem is lesz érvénytelen, szankciókra számíthat az utasítást adók részéről. Azt, hogy a várható szankció mekkora – ismét a jogrendszerrel is függ. (Erre a kérdésre a társaságirányításról szóló kilencedik fejezetben térek vissza.)

IRODALOMJEGYZÉK

Armour, John – Henry Hansmann – Reinier Kraakman [2009]: What is Corporate Law? in: Reinier Kraakman – Paul Davies – Henry Hansmann – Gerard Hertig – Klaus Hopt – Hideki Kanda – Edward Rock (szerk.): *Anatomy of Corporate Law* (2nd edition) Oxford University Press, Oxford 1–34.

Bainbridge, Stephen M. [2009]: *Corporate Law* (2nd edition). Foundation Press, New York, NY.

Bainbridge, Stephen M. [2013]: Using Reverse Veil Piercing to Vindicate the Free Exercise Right of Incorporated Employers. *16 Green Bag*. 235-249.

Csehi Zoltán: A Ptk. III. könyv II. részéhez írt kommentár in: Vékás Lajos – Gárdos Péter (szerk.): *Kommentár a Polgári Törvénykönyvhöz*. KJK, Budapest (e-könyv)

Grosschmid Béni [1920]: *Jogi és lénytani személyiség*. Magyar Jogi Szemle, Pallas Budapest.

Hansmann, Henry – Reinier Kraakman – Richard Squire [2006]: Law and Rise of the Firm. *119 Harvard Law Review*. 1335-1404

Hansmann, Henry – Reinier Kraakman [2002]: Property, Contract, and Verification: The Numerus Clausus Problem and the Divisibility of Rights. *31 The Journal of Legal Studies*, S373-S420

Hansmann, Henry – Reinier Kraakman [2000]: The Essential Role of Organizational Law. *110 Yale Law Journal* 387–440;

Kisfaludi András [2007]: *Társasági jog*. Complex, Budapest

Kisfaludi András [2014] A Ptk. 3. könyvéhez írt kommentárja in: Vékás Lajos – Gárdos Péter (szerk.): *Kommentár a Polgári Törvénykönyvhöz*. KJK, Budapest (e-könyv)

Menyhárd Attila [2007]: *Dologi jog*. Osiris, Budapest

Milgrom – Roberts [2005]

Papp Tekla: Jogdogmatikai alapok. in: Farkas Csaba – Jenovai Péter – Nótári Tamás – Papp Tekla [2009]: *Társasági jog*. Lectum, Szeged 13-51.

Papp Tekla [2014a]: A Ptk. 3. könyvéhez írt kommentár in: Osztovits András (szerk.): *A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény és a kapcsolódó jogszabályok nagykommentárja I. kötet*, Opten, Budapest.

Papp Tekla [2014b]: Vázlatos áttekintés a jogi személyről az új Polgári Törvénykönyv apropóján. *Pro Publico Bono: Magyar Közigazgatás*. 150-159

Sárközy Tamás [2008]: Szervezetek megszemélyesítése a jogban – kis modern jogdogmatika. *Állam- és Jogtudomány XLIX*. 3-15.

Thompson, Robert B. – Randall S. Thomas: [2004] „The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits. *57 Vanderbilt Law Review* 1747-1793

FOGALMAK

Lehetőséget teremtő vagyonszétválasztás – szervezetet védő pajzs	Abszolút jogok zárttsága (numerus clausus)
Védelmező vagyonszétválasztás – tagot védő pajzs	Abszolút prioritás
Vagyon, tőke közgazdasági fogalma	A jogi személy védelmének ereje (gyenge, közepesen erős, abszolút)
Jogi személyiség és korlátolt felelősség eltérése	Direkt kereset
Abszolút jog	Származékos kereset
Relatív jog	Származékos keresetek visszavétele
Átruházhatóság	Jogi személy abszolút jogköre
Személyiségi jogok	Ultra vires elv
Tulajdonjog jogi fogalma	Képviselő
Idegen dologbeli jogok	Képviselőt korlátozása

7. KORLÁTOLT FELELŐSSÉG

Mit jelent a kártérítési felelősség, hogyan (és miért) hat a potenciális károkozó döntéseire? Hogyan hat a tagok és a menedzsment döntéseire az, ha korlátolt felelősségű társaság jön létre? Mikor hatékony ez? Igazságos-e, hogy a tag a hasznot megkapja, míg a károkat nem kell vállalnia – mit jelent az incidencia, ami miatt roppant nehéz megválaszolni ezt a kérdést? Hogyan hat a felelősségbiztosítás? Mit jelent és mikor hatékony alkalmazni a felelősségáttörést és a tőkeminimumot?

Szemben az előzővel, ez a fejezet nem definíciót fog adni; a korlátolt felelősség jelentését láttuk az előbb. Akkor beszélünk erről, ha a társaság hitelezője nem érheti el a tag vagyont – akkor sem, ha a társaság vagyona nem elég az összes hitelező kielégítésére. A fejezet elsősorban azt vizsgálja, hogy milyen hatásai vannak ennek: hogyan hat a társaság és a tagok, befektetők döntéseire?

Kiindulópontként azonban azt kell megérteni, hogy a kártérítési rendszer milyen ösztönzőket teremt. A korlátolt felelősség ehhez képest érthető meg, hiszen ennek hatásait módosítja az, ha a kártérítés maximális összegét a társaság vagyonában szabják meg.

Ugyanakkor a korlátolt felelősség hatását is módosíthatja sok más jogintézmény. Ilyen

- a tőkeminimum, amely a korlátolt felelősség esetén megszabja, hogy a társaság mekkora tőkével jöhet létre – vagyis a korlátolt felelősség miatt a tag magánvagyona ugyan védett, de a minimumtőke révén azt is előírja a jog, hogy mennyit kell minimálisan kockáztatnia;

A magyar jogban korlátolt felelősségű társaság esetén a tőkeminimum – a 3:161.§ (4) bekezdés értelmében – hárommillió forint. Részvénytársaságnál pedig – a 3:212.§ (2) bekezdés értelmében – attól függően öt-, vagy húszmillió forint, hogy zártkörűen, vagy nyilvánosan működő részvénytársaságról van-e szó.

Ezt a tőkeszintet azonban nem csak az alapításkor kell a társaságban elhelyezni, hanem a társaság saját tőkéjének folyamatosan el kell ezt érnie, mert – mint a 3:133. § (2) bekezdés előírja – amennyiben egymást követő két üzleti évben elmarad ettől (és a tagok a második évi beszámoló elfogadása után három hónapon belül nem emelik meg a saját tőkét az elvárt szintre), akkor a gazdasági társaságot meg kell szüntetni, vagy más társasággal kell egyesíteni, vagy át kell alakulnia (tipikusan korlátlan felelősséget is magában foglaló betéti társasággá).

- a felelősségáttörés, amely szerint a korlátolt felelősséget speciális esetekben figyelmen kívül hagyja a jogrendszer, és esetleg megengedi azt is, hogy a hitelező elérje a tag magánvagyont;

Magyarországon a felelősségáttörés alapja a „visszaélés tilalma”. Ezt 3.2.§ (2) bekezdés mondja ki: ha a tag a korlátolt felelősségével visszaél, és emiatt nem elég a vagyon a hitelezői követelések kielégítésére, akkor a bíróság áttöri a felelősséget, és e tartozásokért a tag korlátlanul lesz köteles helytállni.

- a felelősségbiztosítás, amely esetén ugyan sem a társaság, sem a tag nem fizet a hitelezőnek, de a biztosító, aki szerződés alapján vállalja, hogy a társaság helyett fizet, megtéríti a tartozást, a kárt.

A fejezet a korlátolt felelősség hatásainak áttekintése után ezen jogintézményeket veszi sorba. A harmadik alfejezet a felelősségbiztosítás fontosságát elemzi – ez elsősorban azt határozza meg, hogy a felelősségkorlátozás kinek a válláról vesz le terheket, kik viselnék azt, ha a tagokat nem védené a korlátolt felelősség. A negyedik alfejezet a felelősségtörés, az ötödik a tőkeminimum ösztönzési hatásait veszi számba.

7.1. KÁRTÉRÍTÉSI FELELŐSSÉG

A joggazdaságtan, természetesen a kártérítési, felelősségi szabályok esetén is elsősorban azok magatartási hatásaira összpontosít. Ezt pedig úgy teszi, hogy a potenciális károkozó döntései közül azokra figyel, amelyek hatnak a kár bekövetkezésének valószínűségére. Azokat a döntéseket amelyek csökkentik a kár bekövetkezésének valószínűségét összefoglaló néven *elővigyázatosságnak* nevezem itt. A kártérítési rendszer – és az abba beépülő korlátolt felelősség is – ezen elővigyázatossági lépések szintjére hat.⁷³

Kártérítés esetei: szerződésszegés és deliktualis felelősség. A kártérítés két fontos esetét kell elkülöníteni. Egyrészt, kár fakadhat szerződésszegésből. Társaság esetén egyértelműen ebbe a körbe sorolható a szerződéses alapú hitelezők, beszállítók, vevők kára. Másrészt a kár lehet szerződésen kívül is – fakadhat (tipikusan) balesetből. Ez az ún. deliktualis felelősség esetköre. (Ezek áldozatai azok, akiket a második fejezetben „környezetnek” neveztem.) Ennek tipikus esete a *baleset*, vagyis, amikor a károkozó *nem szándékosan* okoz kárt – a kárt maga sem akarja – de az bekövetkezik. A két kárfajta között a fő különbség az, hogy a káreseményt megelőzően szerződéses viszony köti-e a károsultat a (későbbi) károkozóhoz.

Akár szerződésszegésről, akár deliktualis felelősségről legyen szó, ahhoz, hogy a károsult kártérítésre legyen jogosult négy elemet kell a bíróságnak bizonyítva látni:

1. a károkozó *jogellenesen* járt el,
2. a károsultat *kár* (vagy személyiségi jogi *jogsértés*) érte,
3. a károsult kárát a károkozó jogellenes magatartása *okozta* és
4. a kárért a károkozó *felelős* is.

Ezek közül ez a fejezet csak az utolsóval foglalkozik – ugyanis ez az, ami alapvetően meghatározza, hogy a korlátolt felelősség milyen magatartási hatásokat idéz elő.

A felelősség fajtái – kimentési lehetőségek: vétkességi vagy objektív-tárgyi felelősség és károsulti közrehatás. Nincs olyan jogrendszer, amely azt mondaná, hogy a másnak jogellenesen kárt okozó károkozónak mindenképp meg kell fizetnie a kárt. Ez lenne az ún. *objektív-tárgyi felelősség* [strict liability]. A jogellenes károkozó valamilyen kimentést mindig találhat.

A kárt szerződésszegéssel okozó fél tipikusan kevesebbet, mint a szerződésen kívüli károkozó. A szerződésszegő fél már majdnem *objektív-tárgyi felelősség* [strict liability] alapján felel – neki nagyon kevés menekülési lehetősége van a kártérítés megfizetése elől. De van. (Ezzel együtt, az egyszerűség miatt itt úgy fogom kezelni, mintha ezek nem lennének jelentősek, és tényleg mindig fizetnie kellene.)

⁷³ A kártérítési rendszer ösztönző hatásairól részletesebben a tizenegyedik fejezet foglalkozik majd. A modell áttekintéséért magyarul lásd Cooter – Ulen [2005] 335-423, Szalai [2015b]

A deliktuális felelősség esetén azonban az alapszabály minden jogban az ún. *vétkesség* [*negligence rule*], amely szerint a károkozónak nem kell kártérítést fizetnie abban az esetben, ha a jogrendszer által elvárt módon járt el. Azt, hogy adott esetben mi (lett volna) „elvárt, elvárható”, a bíróság dönti el. Különböző esetekben különböző elvek, különböző tesztek alapján. A legismertebb ezek közül az a teszt, amit a magyar jog *felróhatóság* néven ismer: azt vizsgálják, hogy a károkozó „az adott helyzetben általában elvárható módon” járt-e el. De az elvárt szint lehet ennél magasabb is. Például az ún. veszélyes üzemek esetén többet kell tenni ahhoz, hogy a károkozó elkerülje a kártérítés megfizetését. De lehet az elvárt szint a felróhatóságnál alacsonyabb is. (Majd látjuk, hogy végső soron a menedzsment társasággal szembeni – vagyis a társaságnak, a tagoknak okozott kár esetén viselt – felelősségét ilyen nagyon alacsony, könnyen teljesíthető elvárások alapján ítélik meg. Ezért a menedzsment a legtöbb esetben mentesül is a felelősség alól.)

Ösztönzők fajtái: elővigyázatosság, költségalapú és elvárásalapú ösztönzők. Az elővigyázatosság szintjére hat tehát a felelősségi rendszer. Pontosabban, két formában hat. Hat az ún. elvárásalapú ösztönző, vagyis az, hogy mi (lenne) az elvárt magatartás. És hat az ún. költségalapú ösztönző, vagyis az, hogy felelősség megállapítása esetén mekkora lenne a megítélt kártérítés.

Az *elvárásalapú ösztönző* hatásmechanizmusa egyszerű: ha a károkozó tudhatja, hogy adott elővigyázatossági lépések megtétele esetén már nem lesz vétkes, ha azokat teljesíti, nem is kell kártérítést fizetnie, akkor őt a felelősségi szabály ezen elvárt lépések megtételére ösztönzi. Ha ezeket megteszi, „megszabadul a kártól”. A *költségalapú ösztönző* akkor hat, ha a károkozó úgy számol, hogy a kártérítést biztosan meg kell fizetnie. Ekkor az ösztönző lényege, hogy ha nagyobb a kártérítés, akkor az nagyobb elővigyázatosságra ösztönzi őt.

Első látásra úgy tűnik, hogy vétkességi felelősség esetén mindig elvárásalapú az ösztönző – de ez nincs így. Ugyanis, ha az elvárás túl magas, annak teljesítése lehet túl költséges, akkor a károkozó tudatosan elmaradhat tőle, felvállalva azt, hogy kár esetén felelősnek fogják találni, és fizetnie kell. Ilyen esetben – a „tudatos vétkesség” esetén – a költségalapú ösztönző, a kártérítés nagysága hat majd rá. Ugyanakkor, ha az elvárás reálisan teljesíthető adott potenciális károkozó számára, és ezért elvárásalapú ösztönzés hat rá, akkor a kártérítés nagysága érdektelen. Ugyanis, ha a károkozó teljesíti az elvárást, akkor nem fizet: mindegy, hogy többet vagy kevesebbet kellene – az elvárás teljesítése esetén semmit nem fizet.

Megfigyelhető és nem megfigyelhető elővigyázatosság. A vétkességi rendszerben az ösztönző tehát nagyon erősen függ az elvárás szintjétől. Amennyiben ez alacsony (vagy éppen semmiféle elvárás nincs), akkor ez a potenciális károkozót csak ennek a nagyon alacsony szintnek az elérésére ösztönzi. És bizonyos kérdések kapcsán bizonyosan nagyon alacsony lesz ez az elvárás. A bíróság ugyanis elvárást csak azzal kapcsolatban tud megfogalmazni, amit meg tud figyelni, bizonyítani tud. Például, az sok szempontból tudható, bizonyítható, hogy milyen műszaki állapotban van egy gép, de nem minden paraméterét tudja (utólag) megfigyelni a bíróság – még szakértők bevonásával sem. Ezekkel kapcsolatban elvárás sem fogalmazható meg.

Hadd emeljek ki két ilyen esetet!

Általában a bíróság nem tudja (és sokszor a szakértő sem tudja), hogy mik azok a legfrissebb fejlesztések, amelyeket már alkalmazni lehetne. Vagyis a felhasználható legújabb technológiák kapcsán nem lehet (nagyon-nagyon ritkán lehet) elvárásokat megfogalmazni. Az elvárás alapú

felelősség révén a technológia frissítésére nem (nagyon-nagyon ritkán) lehet ösztönözni a társaságokat.

Másrészt, az elővigyázatosság része (mert csökkenti a baleset kockázatát) az is, ha egy kockázatos berendezés kevesebbet működik. De sokszor nem megfigyelhető, hogy pontosan mennyit használják azt. Vagy ha ez még bizonyítható is, az végképp nagyon ritkán tudható, hogy mi az értelmes, „elvárható” „futásidő”. Utóbbi kapcsán, amit az irodalom *aktivitásnak* nevez, szintén szinte soha nem fogalmaz meg elvárást a bíróság – vagyis erre az elvárásalapú ösztönzőt kiépítő rendszer nem hat.

7.2. A KORLÁTOLT FELELŐSSÉG HATÁSAINAK ELEMZÉSE

A korlátolt felelősség csökkenti annak a kockázatát, aki részesedést szerez egy társaságban. Hiába okoz ugyanis a társaság másoknak kárt, a károsultak nem fordulhatnak a taghoz. Ő maximum annyit veszíthet a befektetésén, amennyit a társasági részesedése ér.

A korlátolt felelősség a tagot védi. Ezért, ha meg akarjuk érteni annak ösztönző hatásait, akkor a tag különböző döntéseire gyakorolt hatásait kell áttekintenünk. Három ilyen fontos döntést emel ki ez az alfejezet:

- Milyen döntések születnek a *társaság projektjeiről*? (Bár ezt az ún. klasszikus elemzést erős kritikával illetem majd itt – lévén, hogy ez a döntés ritkán a tag döntésétől függ.)
- Miként dönt a tag a befektetéseiről (szerez-e részesedést adott társaságban)?
- Mennyi erőfeszítést tesz a menedzsment ellenőrzésére?

7.2.1. A korlátolt felelősség klasszikus modellje: a társaság beruházási döntései

A korlátolt felelősség legegyszerűbb modellje (Hansmann – Kraakman [1991b] 1686-1688, Bainbridge [2011] 488-489) abból indul ki, hogy a korlátolt felelősség közvetlenül hat a társaság beruházásaira, mert amennyiben a felelősséget korlátozzuk, akkor ezzel olyan kockázatok felvállalására is rábírhadjuk a döntéshozót, amelyeket e nélkül elutasítana. És ez hatékony is lehet.

Pozitív modell. A felelősség korlátozása azt jelenti, hogy amennyiben a projekt veszteséges is lesz, a tag vagyona akkor sem csökkenhet egy adott maximális értéknél (a társasági részesedése értékénél) nagyobb mértékben. A veszteség ilyen korlátozása két hatással jár:

1. nő a projekt várható hozama – a legrosszabb esetekben csökken a veszteség, míg minden más esetben változatlan marad, ezért a várható hozam (ami, ugye, a különböző lehetőségek hozamának azok esélyével súlyozott összege) nő.
2. csökken a projekt kockázata, sokszínűsége; csökken az eltérés a legjobb és a legrosszabb helyzetek között – miközben a szerencsés (nyereséges) esetek hozama nem változik, addig a legrosszabb esetekben (amikor sok kárt kellene megtéríteni) csökken a veszteség.

A korlátolt felelősség legegyszerűbb modellje arra a feltevésre épül, hogy a felelősségkorlátozás a vállalati beruházásokról döntést hozó szereplők veszteségét maximálja. Egy kockázatkerülő döntéshozó számára a korlátolt felelősség mindkét fent látott hatása (a várható érték növekedése és a kockázat csökkenése) vonzóbbá teszi a beruházást. A kockázatmentes

döntéshozó számára a második hatás ugyan érdektelen, de az első számára is vonzóbbá teszi azt.

Vegyünk egy olyan beruházást, aminek négy lehetséges következménye van. Mindegyik egyforma (25%-os) eséllyel következhet be. Legjobb esetben 11-et, a második legjobb 1-et hoz, a harmadiknál már bukik a vállalat 1-et, a legrosszabbnál viszont 10-et veszít. (Ezt mutatja a 7.1. táblázat első oszlopa.) Ebben az esetben a várható érték 0,25, a szórás pedig 7,46.

Tegyük fel, hogy a vállalatban levő befektetés értéke csak 7 – ezért maximum ennyit veszíthetünk. A többi helyzet nem változik, viszont a legrosszabb esemény esetén a veszteség csak 7. Ebben az esetben a várható hozam nő, (1-re) míg a szórás csökken (6,48-ra). (Lásd a táblázat utolsó oszlopát.)

	Társadalmi hasznok	Társadalmi hasznok	Korlátolt felelősség (egyéni kifizetések)
A (Pr=0.25)	11	11	11
B (Pr=0.25)	1	1	1
C (Pr=0.25)	-1	-1	-1
D (Pr=0.25)	-10	-12	-7
Várható érték	0.25	-0.25	1
Szórás	7,46	8,17	6,48

Normatív elemzés. A normatív joggazdaságtan szerint, a Kaldor-Hicks-féle hatékonyság-felfogásnak megfelelően, azt a beruházást, azt a vállalati programot jó (hatékony) megvalósítani, amely várható nettó jelenértéke pozitív – függetlenül a szórástól, a volatilitástól. Ez a várható nettó jelenérték épp azt mutatja, hogy nyertesek várhatóan mennyivel nyernek többet, mint amennyit a vesztesek vesztenek. A hatékonysági elemzés kérdése innentől az, hogy a vállalat ezeket a beruházásokat felvállalja-e – és csak ezeket vállalja-e fel.

Tegyük fel, hogy a döntéshozó kockázatsemleges! Elvileg az egyéni döntés akkor lesz társadalmilag hatékony, ha a döntéshozó által érzékelt egyéni hasznok és költségek egybeesnek a társadalom hasznaival és költségeivel – másképp fogalmazva: a társadalmi hasznok és költségek mind nála csapódnak le. Amennyiben haszonként a teljes hasznót megszerzi, akkor a hatékony ösztönzés azt követeli, hogy a teljes kárt is viselje. Vagyis kockázatsemleges döntéshozó esetén – első ránézésre – kevés érv szól a felelősség korlátozása és ezzel beruházásösztönzési ezen formája mellett. Tegyük azonban hozzá, hogy a hasznokat soha nem szerzi meg teljes mértékben a beruházó – azon általában más csoportokkal osztozik (akik e beruházás miatt jutnak munkához, jobb minőségű, olcsóbb termékekhez, stb.).

Az azonban kétségtelen, hogy sokkal több érv szól a korlátolt felelősség mellett akkor, ha a döntéshozó kockázatkerülő. Ő ugyanis akkor sem vállalna be minden társadalmilag támogatandó beruházást, ha minden haszon és költség neki jutna. Őket ugyanis a kockázat (a szórás, a volatilitás) is visszatarthatja a pozitív nettó jelenértékű programok megvalósításától.

A beruházások ilyen ösztönzése ezért – különösen kockázatkerülő döntéshozók esetén – igazolhatóan látszik: rá lehet venni a kockázatkerülő döntéshozókat, hogy olyan hatékony (pozitív nettó jelenértékű) programokat is felvállaljanak, amiket e nélkül nem. Csakhogy a korlátolt felelősség minden beruházás esetén növeli a várható hozamot és csökkenti a kockázatot – nem csak a pozitív várható nettó jelenértékűeknél. Egy a társadalom számára

káros (negatív várható nettó jelenértékű) programot is vonzóbbá tesz, annak felvállalására is ösztönöz.

A korlátolt felelősség a 7.1. táblázat második oszlopában szereplő beruházást is vonzóbbá tesz. A fő eltérés az első és a második oszlopban bemutatott eset között az, hogy a legrosszabb helyzetben mekkora veszteséget okoz a program: 10 helyett 12-t. Ezért annak várható értéke már negatív. A korlátolt felelősség mellett azonban a két program közötti különbség eltűnik: a beruházó számára mindegy, hogy a jót (első oszlop), vagy a rosszabbat (második oszlop) ajánlják neki. Ő 7-nél többet úgysem veszíthet.

A jogrendszer fő problémája, hogy nem mondhatja: a jó (pozitív nettó jelenértékű) beruházások esetén korlátolt a felelősség – míg a rosszknál nem. Ez program és program, vállalat és vállalat közötti olyan megkülönböztetést követelne, amire a jogrendszer nem képes. (Egyébként – mint a tervgazdaságok példája mutatja – a közgazdászok sem.) Így vagy mindenki számára (a rosszak számára is) elérhetővé tesszük a korlátolt felelősséget, vagy senki számára (a jók számára se).⁷⁴

Kritika: költségalapú ösztönző. A modell egyik fontos problémája az, hogy abból indul ki: korlátolt felelősség hiányában a károkat a tagoknak meg kellene fizetni. Vagyis költségalapú ösztönzést feltételez. Holott ez csak bizonyos esetekben érvényesül.

- Felróhatóság esetén, mint láttuk, elvárásalapú ösztönző érvényesül. Vagyis itt a magas veszteség sem tartana vissza a beruházásoktól: a társaság egyszerűen teljesítené az elvárásokat, és inentől nem is fenyegetné a tagokat a felelősség; a korlátlan sem.
- Vagyis valójában csak szerződészegés és veszélyes üzemek esetén fontos a fizetendő összeg, a potenciális veszteség – a felelősségkorlátozás is csak ekkor hat.

Kritika: tagok a döntéshozók? A modell másik fontos problémája az, hogy úgy tekinti: a tagok azok, akik a társaság beruházási döntéseit meghozzák. A korlátolt felelősség az ő felelősségüket korlátozza. Ezzel szemben, mint a korábbi fejezetekben is láttuk, a vállalati döntéseket nem ők, hanem a menedzserek hozzák. Vagy másképp fogalmazva: ez a modell csak akkor magyarázza a vállalat beruházási döntését, ha nem válik el a tag és a menedzser, vagy ha a cég vezetését a tag erősen „kézben tartja”. Vagyis elsősorban a kisebb cégek esetén.

Kritika: kockázatkerülés. Láttuk, hogy a normatív modell szerint elsősorban akkor indokolt a felelősség korlátozása, ha a tag (akit döntéshozónak tételezünk) kockázatkerülő. Ezzel szemben az ötödik fejezetben azt láttuk, hogy sok tag inkább kockázatsemleges – mivel képesek diverzifikálni a portfóliójukat. Azok lehetnek csak kockázatkerülők, akiknél ez a diverzifikálás valamiért elmarad. Tipikusan ilyenek azok a „tulajdonosok”, akik valamilyen kisvállalkozást, családi céget birtokolnak.

Összefoglalva a korlátolt felelősség klasszikus modellje csak bizonyos vállalattípus esetén érvényesül. Olyan társaságok esetén (Klein et al [2010] 147-148.), ahol

- a tag valóban meg tudja határozni, hogy mely vállalati döntések szülessenek (mondjuk mert nagy részesedéssel rendelkezik),

⁷⁴ Tegyük hozzá: a jogrendszer próbálja a problémát kezelni – a nemsokára előkerülő felelősségáttörés eszközével. Elvileg mindenki számára elérhetővé teszi ugyan a korlátolt felelősséget, de a „rossz cégek” esetén azt esetileg „visszavonja”, és mégis elérhetővé teszi a tagok magánvagyonát a hitelezők számára.

- a társaság költségalapú ösztönzéssel néz szembe (például veszélyes üzemenként felelne a károkért),
- a tag kockázatkerülő (mert nem tudja diverzifikálni a portfólióját, annak nagy része van az adott társaságban).

Vagyis például jó leírás ez egy veszélyes üzemenként működő kisebb, családi vállalkozásra, ahol a tag egyben a vállalat, vállalkozás döntéshozója, menedzsere is, de kevésbé alkalmazható a társaságok jó része esetén.

7.2.2. Diverzifikálás

A felelősség korlátozása befolyásolja a tagok beruházási döntéseit, azt, hogy mely vállalatokba fektetnek, és melyek megkeresését utasítják el. A korlátolt felelősség mellett és ellen érvelők is egyetértenek abban, hogy a korlátolt felelősség lényegesen diverzifikáltabb portfóliókat hoz létre: ha a felelősség korlátozott, akkor a befektetők jobban megosztják a forrásaikat, és ezért több cég juthat viszonylag jó feltételekkel pénzhez. Mindez elsősorban annak köszönhető, hogy a tagok felelőssége korlátolt felelősség hiányában egyetemleges lenne. (Hansmann – Kraakman [1991a, 1991b], Carney [2000] 670., 678-679.)

Egyetemleges felelősség jelentése. Az egyetemleges felelősség esetén a károsult, a hitelező bármelyik általa választott tagtól, vagy a tagok bármelyik általa választott csoportjától kérheti a teljes tartozás rendezését. Az erre felhívott tag nem hivatkozhat arra, hogy nem az övé az összes részesedés – neki a teljes összeget meg kell fizetnie. Intuitíve is könnyen balátható, hogy e szabály miatt a károsultak tipikusan a leggazdagabb tagoktól, az ún. *mély zsebtől* fogják kérni a tartozás rendezését. Az egyetemlegesség „ellentéte” az együttes (arányos), vagy pro rata felelősség, amikor mindenki csak akkora részt fizetne, amennyi része a károkozásból volt – például a társaság tagjai, csak részesedésük arányában fizetnének.⁷⁵

Az egyetemleges felelősség ma leginkább elterjedt változata szerint ezt követően, a második fázisban a tartozást rendező, a károsult által választott tag kérheti a többiektől, hogy ki-ki térítse meg neki a maga részét – aszerint, hogy mekkora részesedéssel rendelkeznek a vállalatban. De ez nem jelent neki „teljes garanciát”: vélhetően lesznek olyan tagok, akiknél a rájuk eső részt nem lehet majd behajtani. Ennek a kockázatát a „mély zsebnél” mindig viselni kell. (Egyébként az egyetemleges felelősség megtérítéssel kombinált mai rendszerének legfontosabb hatása éppen ez: az egyes tagokon be nem hajtható károk kockázatát nem a károsult, hanem a károsult által kiválasztott tag viseli.)

Az egyetemleges felelősség hatása a diverzifikálásra. Ilyen kockázatok mellett a jelentős vagyonnal rendelkező befektetők kevésbé fogják diverzifikálni a befektetéseiket. Nem akarnak majd sok cégben tagok lenni: ugyanis bármelyik bukása esetén *vélhetően* velük szemben lépnének majd fel a hitelezők. Minél kevesebb cégben tag valaki, annál kevesebb irányból fenyegeti ez a veszély. A korlátolt felelősség azonban megszabadít ettől a kockázattól. Ezért csökkenti a diverzifikálás veszélyét – nyugodtan megoszthatják a forrásaikat, ettől nem nő a személyes vagyonukat fenyegető veszély.

⁷⁵ William J. Carney bemutatja az együttes (arányos), pro rata felelősség mellett is a korlátolt felelősség jelentőségét (Carney [2000] 672-673.)

Tranzakciós költségek csökkentése. A korlátolt felelősség csökkenti a befektetés tranzakciós, információs költségeit is. Ez a korlátolt felelősség az, ami miatt egy részesedés értékét a cég várható hozama határozza meg. Egyetemleges felelősség esetén ugyanis nem csak a cég kilátásai, a menedzsment teljesítménye hatnának arra, hogy mekkora a várható haszon, nem csak ezeket kellene mérlegelni, hanem azt is, hogy ki a többi tag az adott vállalatban. A befektetőnek tudnia kellene, hogy ő-e (várhatóan) a „mély zseb”. Tudnia kellene, hogy a többiek között vannak-e olyanok (és mennyien), akiken a kompenzáció várhatóan nem lesz teljesen behajtható.

Alternatív befektetési formák. Mindez azért is fontos, mert a befektető számára nem is csak az a kérdés, hogy a megtakarításait hány vállalat között osztja meg, hanem az is, hogy egyáltalán társasági részesedésekbe fektet-e – vagy (hogy csak a legegyszerűbbet említsem) inkább hitelezőként jelenik meg a piacon. Korlátolt felelősség mellett több forrást fognak társasági részesedésekbe fektetni, ilyenekben tartani.

7.2.3. *Tagi ellenőrzés*

Korlátolt felelősség hiányában, a diverzifikáció csökkenése miatt az egyes társaságokban kevesebb, de egyenként nagyobb részesedéssel bíró tag lenne. Vannak, akik szerint épp ez, a befektetések koncentrálása a cél: ilyen esetben ugyanis a tagok jobban odafigyelnének a menedzsment, a vállalat tevékenységére. Ugyanakkor ezt az érvet is több kritika éri (Carney [2000] 671, 679-680.); itt csak kettőre térek ki.

A kollektív cselekvés problémája. Kérdéses, hogy pusztán a részesedések növekedése, a tagok számának csökkenése elegendő-e a kollektív cselekvés problémájának feloldására. (Az ezzel kapcsolatos fenntartásokról a kilencedik fejezetben lesz szó.) Ha nem sikerül legyőzni a potyázást, akkor a korlátlan felelősség csak a diverzifikálás és a források csökkenését vonja maga után, anélkül, hogy az ellenőrzés növekedésével járó várt pozitív hatások megjelenjenek.

Az ellenőrzés hatása. Tegyük fel azonban, hogy valóban sikerül legyőzni a potyázást, és a tagok keményebben a menedzsment körmére néznének korlátolt felelősség hiányában. Mit várunk ettől? A korlátolt felelősség ellenzőinek érve általában az, hogy emiatt nő a valószínűsége, hogy a tagok megakadályozzák a menedzsment túlzottan kockázatos – a szerződéses partnereknek, a környezetnek túlzottan sok kárt okozó, rájuk túl nagy kockázatot róvó – döntéseit.

Csak hogy ez az érvelés éppen az ellenkezője annak, amit a menedzsment és a tagok kockázathoz való viszonya kapcsán az ötödik fejezetben láttunk: a menedzsment (általában) éppen relatíve kevesebb kockázatot vállal, a tagok tipikusan nagyobb kockázatvállalásra szeretnék rábírní. Vagyis az erősebb tagi ellenőrzés nem csökkentené, hanem vélhetően inkább növelné a kockázatos beruházások nagyságát.

7.3. IGAZSÁGOSSÁGI ÉRVEK – KI FIZETI A KÖLTSÉGEKET?

A korlátolt felelősség körüli vitákban gyakran kerül elő az „igazságosság” érve: igazságos-e az, hogy bár a tag, a befektető részesedik a nyereségből, de a veszteségeket nem kell állnia. Ez az érv ugyan jól írja le azt, hogy a rendszer nem szimmetrikus, azonban szinte biztosan rosszul

fogalmazza meg a kérdést. A közgazdaságtan ugyan nem tudja – és nem is akarja – megmondani, hogy kinek kellene viselnie a károkat, azt viszont meg tudja mondani, hogy mi a jó és mi a rossz kérdésfeltevés. Jelen esetben: miért gondoljuk, hogy korlátolt felelősség nélkül a tagok állnák a károkat, őket terhelné a kártérítés? A közgazdaságtan ún. *incidencia-modellje* arra hívja fel a figyelmet, hogy ez egyáltalán nem biztos.

Az incidencia a terhek megoszlását jelenti: amennyiben valakire több terhet hárítunk, akkor ő azt meg fogja próbálni másokra áttolni, áthárítani. Megpróbálhatja „előrefelé hárítani”: a magasabb árakon keresztül a fogyasztókra. De megpróbálhatja „hátrafelé hárítani” is: alacsonyabb beszerzési árakon keresztül a beszállítókra, alacsonyabb munkabéren keresztül a munkavállalókra. Megpróbálhatja – de sikerülni fog-e?

Azt, hogy ezen szereplők közül ki milyen arányban viselné korlátlan felelősség esetén a károkat, az incidencia modellje úgy válaszolja meg, hogy különbséget tesz két helyzet között. Más a teherviselés, ha a társaság rendelkezik felelősségbiztosítással, elérhető lenne az a számára, és ha nem.⁷⁶

Mindenekelőtt definiáljuk a *felelősségbiztosítás* fogalmát. Ez azt jelenti, hogy a biztosító vállalja: amennyiben az ügyfele (a mi mostani példánkban a társaság) valaki másnak kárt okoz, és ezért a bíróság felelősnek találja, akkor helyette állja a kártérítést. Természetesen ezért cserébe meghatározott biztosítási díjat vár.

7.3.1. Felelősségbiztosítás mellett

Vizsgáljuk először azt a helyzetet, amikor a vállalat rendelkezik ilyen biztosítással! Milyen változást okozna ekkor a korlátlan felelősség?

A felelősségbiztosítás közvetlen költséghatása. Amennyiben a vállalat egy ilyen biztosítással rendelkezik az azt jelenti, hogy csak adott biztosítási díjat kell fizetnie, viszont a kárt nem kell viselnie. Az adott kár már nem őt terheli, hanem a biztosítót, így a tagok magánvagyonára is biztonságban lesz – nem fognak hozzájuk fordulni a károsultak.

Persze a biztosítási díj miatt nőnek az éves költségek (akkor is, ha nincs kár). Ez pedig csökkentheti a társaság nyereségét, az osztalékot, a részesedések értékét. Csökkentheti – ha nem sikerül áthárítania azt másokra.

Áthárítás. Elképzelhető, hogy ezeket a költségeket a vállalat be fogja építeni az árakba, vagyis végső soron a vevők fogják megfizetni. Elképzelhető az is, hogy nem csak a vevőket terhelheti meg, hanem a beszállítóit, a munkavállalóit is: mondjuk tőlük követeli, hogy szállítsanak olcsóbban, dolgozzanak többet ugyanazon a bérért, nekik nem lesz hajlandó bért emelni, stb.. De lehet az is, hogy nem a kimutatott nyereség, az osztalék csökken, hanem a szabad cash flow – vagyis a költséget a menedzsment viseli.

A közgazdaságtan azt állítja, hogy – tipikus esetben – ezen lehetőségek mindegyike megvalósul. Pontosabban a vállalat a költségek *egy részét* a vevőkre, *egy másik részét* a különböző beszállítókra, *egy további részét* a munkavállalókra fogja hárítani, a költségek *egy része* a

⁷⁶ Az alábbi modell a társasági adó révén a társaságokra rótt költségek incidenciáját leíró közgazdaságtani modellre (Cullis – Jones [2003] 290-291.) alapul – ezt alkalmazom a felelősség miatti többletköltségekre.

profitok, míg *egy másik része* a menedzsment számára elérhető szabad cash flow (illetve a menedzsmentjövedelmek) csökkenésében is megjelenhet. Az, hogy melyik érintett csoportra mekkora rész hárul, az pedig attól függ, hogy melyik mennyire *rugalmasan* reagál. Értve ez alatt, hogy az árak, költségek változására az adott csoport mekkora része pártol el. Ha a vevők nagy része már kis áremelés miatt is más termékhez, vállalathoz pártol, akkor azt mondjuk, hogy a kereslet rugalmas. Ugyanígy: árrugalmasak a beszállítók, ha egy adott árcsökkenés hatására jelentős részük nem kíván tovább szállítani – ha emiatt jelentősen csökken a potenciális beszállítók által kínált mennyiség. Akkor árrugalmas a munkakínálat, ha a munkabér csökkenése (alacsonyabb emelése) miatt sokan mennek máshova dolgozni. És akkor rugalmas a befektetők reakciója, ha a várható osztalék csökkenésére válaszul jelentősen csökken a potenciális befektetők száma.

A közgazdaságtani modell⁷⁷ megmutatja, hogy minél rugalmatlanabb egy csoport reakciója annál nagyobb részét viseli ennek a költségnek: a költség a csoportok között a rugalmasságuk fordított arányában oszlik meg.

7.3.2. Felelősségbiztosítás nélkül

Amennyiben a társaságnak nincs felelősségbiztosítása, és a tagok felelőssége korlátlan, akkor a kár bekövetkezése után

- a társaságnak kell kártérítést fizetni, és
- amennyiben a kártérítés meghaladja a jogi személy vagyont, akkor a károsultak a tagok magánvagyonához is hozzáférhetnek.

Első ránézésre ekkor, mivel nem tudható, hogy adott évben lesz-e kár (mekkora), így a tagok nem is lesznek képesek áthárítani ennek terheit más érintetteknek. De az incidenciamodell ismét figyelmeztet: egy kicsit bonyolultabb, áttételesebb úton ugyan, de a befektetők ekkor is megszabadulhatnak a terhektől (vagy azok egy részétől) – másokra háríthatják azokat.

Logika. A kiindulópont az, amit a diverzifikálás kapcsán már láttunk: ha megszűnik a korlátolt felelősség, akkor a megtakarítással rendelkezők vélhetően átrendezik a befektetéseiket, a társasági részesedések helyett más formákat keresnek. Például több hitelt nyújtanak, vagy többet fektetnek ingatlanokba, műkincsekbe, aranyba, devizába, stb. Egyensúlyban a különböző befektetési formák (kockázattal korrigált) határhozama egyenlő lesz. Ha nem így lenne, akkor abból a megtakarítási formából, ahol alacsonyabb a hozam, átáramlana tőke oda, ahol magasabb.

Induljunk ki abból, hogy korlátolt felelősség mellett egyensúlyi hozam alakult ki. Ha megszűnik a korlátolt felelősség, akkor a társasági részesedések várható hozama csökken, mivel van lehetőség arra, hogy magánvagyonuk is kárát látja egy ilyen befektetésnek. Vagyis a korábbi egyensúly nem lesz egyensúly: a társasági szektorból, ahol lecsökkent a várható hozam, tőke fog kiáramlani.

A teherviselés (incidencia) szempontjából a kulcskérdés pedig az, hogy elérhető alternatíva-e a külföldi befektetés. Alapvetően más hatása lesz ugyanis a korlátolt felelősség megszüntetésének

⁷⁷ Magyarul lásd például Stiglitz [2000] 431-436, Cullis – Jones [2003] 276-278.)

- zárt gazdaságok esetén, amikor a megtakarítás nem hagyhatja el az országot, a jogrendszert (és más országból sem érkezhets befektetés), és
- nyitott gazdaságok esetén, amikor ez a tőkeáramlás akadálytalan.

Zárt gazdaság. Amennyiben a tőke nem hagyhatja el a jogrendszert, az országot, akkor az alacsonyabb társasági hozamok elől „menekülő” befektetők a többi hazai befektetési forma valamelyikébe fognak átlépni. Azon formák hozama, ahová a tőke beáramlik, csökkenni fog. Kialakul egy új egyensúly alacsonyabb hozam mellett.⁷⁸ A korlátolt felelősség felszámolása esetén tehát minden megtakarítás hozama csökkenni fog, nem csak a társasági részesedésé. Csökkenni fog az ingatlantulajdonosok hozama is, a bankbetétek hozama is, stb. – nem csak a tagoké.

Zárt gazdaság esetén tehát a korlátolt felelősség megszüntetése ugyan leveszi a terhet a károsultak válláról, viszont nem csak a tagokra helyezi azt, hanem minden (a társasággal semmiféle kapcsolatban nem levő, működésétől nem érintett) megtakarító viselni fogja azt. Az igazságossági kérdést tehát úgy kell feltenni, hogy jobb-e, ha korlátlan felelősség esetén az összes (esetleg a vállalattal kapcsolatban sem levő) megtakarító viseli azokat a költségeket, amiket korlátolt felelősség esetén a céggel kapcsolatba került károsultak.

Nyitott gazdaság. Amennyiben a tőke elhagyhatja a jogrendszert, akkor a társasági szektorból kiáramló tőke nem egyéb hazai befektetési formákba, hanem más országokba áramlik. Az oka ennek az, hogy ebben az esetben a hozamot a világpiac határozza meg, vagyis ha a hazai hozam csökken is, máshol az továbbra is elérhető lesz. A teljesen nyitott gazdaság modellje szerint ezért a tőke egy része elhagyja az adott országot, annak érdekében, hogy máshol megkapja ezt a világpiaci hozamot. (Az országban annyi tőke marad, amennyi ezt a hozamot ki tudja termelni.⁷⁹)

Vagyis tökéletesen nyitott gazdaság esetén abban biztosak lehetünk, hogy a befektetők nem viselnek majd semmilyen terhet. Lehet, hogy át kell költöztetniük a befektetésüket más országba, de ugyanazt a hozamot el fogják érni. (A más hazai szektorok befektetőit pedig szintén nem érinti a változás, ők továbbra is ugyanazt a hozamot kapják.)

Viszont, ha nem a befektetők viselik a többletterhet, akkor ki? Ez az ún. *általános egyensúlyi modell* nem tudja egészen pontosan megmondani, hogy ki lesz a terhek viselője – csak azt, hogy ki nem. A befektetők nem. A terhek nyilvánvalóan a társaság egyéb érintettjei között oszlanak majd meg valamiképp: juthat teher

- a munkavállalókra, akik a tőkekiáramlás miatt elveszítik a munkájukat (vagy kénytelenek alacsonyabb bérrel megelégedni)
- a beszállítókra, akik elveszítik a megrendeléseiket (vagy kénytelenek olcsóbban szállítani)

⁷⁸ A társasági befektetések esetén kettős hatás van: a korlátolt felelősség megszüntetése miatt csökkent a hozam, de a tőkekiáramlás miatt nőtt. A kettő közül azonban az első hatás az erősebb, összességében csökkennie kell a hozamnak, mert egyensúlyba kell kerülnie a többi szektoréval, ahol nyilvánvalóan csökkenés van.

⁷⁹ Egészen pontosan itt is a kockázatoktól megfosztott hozamról beszélünk: vagyis lehet eltérés egyes országokban elérhető hozamok között – amennyiben egyik országban kockázatosabb befektetni, akkor ott magasabb lesz az elvárt (és a valóságban kialakuló) hozam.

- az ingatlantulajdonosokra, akiktől nem veszik tovább bérbe (vagy csak olcsóbban) a gyárok, az irodák helyiségeit,
- a vevőkre, akik nem kapják meg ugyanazt az árut a továbbiakban (vagy csak drágábban – például a szállítási költség miatt)
- a kormányzatra, aki a tőkeáramlás miatt adót veszít, stb.

7.4. A FELELŐSSÉGÁTTÖRÉS

A felelősségáttörés meglehetősen átfogó jogi fogalom. Ide sorolható minden olyan eset, amikor (i) ugyan a korlátolt felelősség az általános szabály, de (ii) *speciális esetekben* a jogrendszer elrendeli, hogy a korlátolt felelősségű vállalat tagjainak magánvagyonából is ki kell elégíteni a hitelezőket. Tegyük azonnal hozzá: ezt a jogintézményt (majd) minden jogrendszerben azért kritizálják, mert ennek a „speciális esetnek” a definíciója nem kellően egyértelmű, és ezért nehéz előre jelezni, hogy a bíróság mikor fogja áttörni a felelősséget, mikor lehet a tagok ellen is fordulni. (Bainbridge [2001], Millon [2007])

Különböző jogrendszerekben eltérő esetkör az, amikor felelősségáttörésre sor kerülhet. Ilyenre kerülhet sor egyes országokban akkor, ha a tag az oka annak, hogy a szerződő partner nem érti, hogy ő egy korlátolt felelősségű társasággal szerződött (vagy, hogy több közül melyikkel). Egyes jogrendszerekben akkor, ha a társaság nem is létezik (nem is jön létre) és ezért a tag a felelős. Más helyeken már az is elég, ha a tag és a társaság vagyona nem válik szét, nem határolható el egyértelműen – függetlenül attól, hogy ez megzavarta-e a hitelezőt. (Carney [2000] 668.)

Három olyan szempontot emelnék ki, amelyeket a felelősségáttörés szükségességének (hatékonyságának) megítélésekor érdemes figyelembe venni.⁸⁰

1. A felelősségáttörést szerződésen kívüli kár károsultja kéri-e?
2. Ha szerződésszegés áldozata kéri a felelősségáttörést, akkor ő kényszerhitelező-e?
3. A tag alultőkésítette-e a társaságot, vagy másként visszaélt-e a korlátolt felelősséggel?

Szerződéses és nem szerződéses hitelezők közötti különbségtétel. A szerződési partnereknek (elvileg) lett volna lehetőségük megválogatni azt, hogy kivel üzletelnek, vagy legalábbis biztosítékokat kérhettek volna a fizetésre. Például az ötödik fejezetben látott vagyoni biztosítékokat, vagy ún. személyi biztosítékokat.

Ezen *személyi biztosítékok* esetén valaki más „áll be” a szerződést megkötő társaság mögé, vállalva például, hogy a társaság általa okozott kárt ő fogja megtéríteni. A legfontosabb ilyen személyi biztosíték a *kezesség*, amit társaságok esetén tipikusan a tag, vagy a társaság menedzsere vállal. Ezt kérheti a szerződési partner – ha pedig megteszi, akkor ezzel a gyakorlatban megszűnt volna a korlátolt felelősség: a tag a szerződésben vállalta volna azt, hogy a magánvagyonával is felel.

De ha ilyen személyi biztosítékot nem is kértek, a szerződési partnerek akkor is számolhattak (volna) az ellenszolgáltatás meghatározásakor a nemfizetés kockázatával – ahogyan azt a

⁸⁰ A felelősségáttörés részletesebb joggazdasági elemzéséért lásd Bainbridge [2001], Millon [2007], Bainbridge [2009] 52-71, Oh [2010], Millon [2010].

pénzügyi fejezetben láttuk. Vagyis ők ezen az úton kompenzálhatták volna magukat (ex ante) azért, hogy a korlátolt felelősség miatt többletkockázatot kell viselniük.

A szerződésen kívüli károsultaknak értelemszerűen nem volt lehetőségük arra, hogy úgy alakítsák az együttműködés feltételeit, hogy a kár kockázatát csökkentsék, azért kompenzációt kérjenek. Éppen ezért esetükben több érv szól a felelősségáttörés mellett.

Önkéntes és nem önkéntes hitelezők – információs probléma, korlátolt racionalitás. Ugyanakkor nem vehető minden szerződésszegés áldozata „egy kalap alá”. Ők sem mindig képesek arra, hogy az előbb látott eszközökkel éljenek. Szenvedhetnek információhiányban, vagy lehetnek korlátozottan racionálisak. Vagy lehetnek – igaz nagyon kevesen – kényszer áldozatai. (Vagyis felbukkannak a negyedik fejezetben a munkavállalóknál látott problémák.) Az ilyen problémáktól terhelt hitelezők követelése esetén több érv van arra, hogy a tagok magánvagyonát elérjék, mint azon szerződéses partnerek esetén, akiktől elvárható lenne az „önvédelem”.

Ugyanakkor a normatív joggazdaságtan figyelmeztet: ezen érvekkel nem árt óvatosan bánni. Semmiképpen nem indokolható például az, ha minden szerződésen kívüli károsult, vagy minden kényszerhitelező számára utat nyitunk a tag magánvagyonához. Különösen azért nem tehető általánossá ez, mert itt sem feledkezhetünk el az alternatív technikákról. A felelősségáttörés csak akkor igazolható, ha az alternatív megoldásokkal összevetve jobb. Ilyen alternatíva, amikor

- kilépünk a kártérítési rendszerből, és a jog kógens szabályokat alkotva eleve érvénytelenné tesz bizonyos megoldásokat – ez lehet, hogy sikeresebben védi a potenciális károsult érdekeit (hiszen csökkenti a káresélyt), mint a felelősségáttörés, vagy a korlátlan felelősség;
- a vétkesség kapcsán látott elvárást emeli a joggyakorlat – ez különösen elvárásalapú rendszerekben nyilvánvalóan hatásos eszköz a kárveszély csökkentésére;
- felelősségbiztosítást írunk elő különböző tevékenység folytatásának feltételeként.

Elképzelhető az is, hogy a károsultaknak a kormányzat ad garanciát: vállalja, hogy a kárait ő téríti meg – nem kell kártérítési pert indítaniuk, ennek sikere esetén pedig előbb a társaság, majd a tag vagyonára végrehajtást kérniük. Ilyen kormányzati garanciát kapnak például sok országban a munkavállalók: a kormányzat vállalja, hogy a munkabéretet, vagy a munkahelyi balesetek miatt kieső fizetést meg fogja fizetni. (Ezek finanszírozására pedig mondjuk „bér garancia alapot”, vagy társadalombiztosítást hoz létre, amely a munkaadók – és néha a munkavállalók – kötelező befizetéseiből finanszírozza ezeket a kiadásokat.)

Tudatos lépések – joggal való visszaélés. A korlátolt felelősséggel való visszaélés lényege általában az „alultőkésítés”. (Millon [2007] 1336-1338., Klein et al [2010] 148.) Mivel korlátolt felelősség esetén a tagok felelőssége akkora, amennyi tőkét a vállalatba tesznek, így érdekeltek lehetnek abban, hogy ez minimális legyen. Ennek szélsőséges példája az ún. *üres társaságoké* [empty shell]: amikor az alapító, a tag éppen azért hoz létre tőke nélkül (minimális tőkével) társaságot, azért tartja alacsonyan a tőkét, hogy az esetleges károk elől megvédje a saját (többi) vagyonát. Ebben az esetben a visszaélés egyértelműnek látszik – és a jog kezeli is: ez a felelősségáttörés tipikus esete.

Az egyik legismertebb példáját ennek LoPucki [1996] hozza: a veszélyes szállítmányokat fuvarozó hajózási vállalatok előszeretettel hoztak létre két céget. Az egyik a vagyon, a hajók tulajdonosa;

míg a másik szerződik a szállítási feladatokra. Ehhez a hajókat az elsőtől bérlő. Bármilyen káresemény esetén a vagyontalan fuvarozó az, amely felelősséggel tartozna. Viszont ez a kártérítés kifizetésére sem képes – az első cég vagyona pedig, hacsak nincs felelősségátörés, a károsultak számára elérhetetlen.⁸¹

Az alultőkésítés mellett a joggal való visszaélés másik tipikus formája a vagyonkivonás: a tagok különböző módszerekkel (elsősorban osztalékon keresztül, de esetleg a társasággal magánszemélyként kötött szerződések révén is) a vállalati vagyont saját személyes vagyonukká alakítják, amely innentől nem lenne elérhető a hitelezők, károsultak számára. (Bainbridge [2001] 519-523, Millon [2007] 1330-1334, 1338-1339.)

7.5. TŐKEMINIMUM

A felelősségátöréskor is az egyik legtöbbit vitatott kérdés az „alultőkésítés” meghatározása: mi legyen az elvárt tőkemennyiség, amikor már nem mondjuk azt, hogy a tag *túl kevés tőkét tartott a társaságban?* Felelősségátöréskor az alultőkésítés tényét, így azt az elvárt tőkemennyiséget is – esetről esetre – a bíróság állapítja meg. Más esetekben a szükséges tőkemennyiség definiálása nem marad a bíróságra, hanem a törvény határozza azt meg. Több formában is megteheti ezt. Meghatározhat (Bartus – Szalai [2014] 135-136)

- *kötelező alaptőkét*, vagyis azt, hogy a társaság alapításakor mekkora vagyont kell annak rendelkezésére bocsátani;
- *kötelező tőketartalékot*, amely folyamatosan a cégben kell, hogy legyen (az alaptőke ugyanis az alapítás után ki is vonható a cégből);
- *letéti díjat*, amelyet a tevékenység megkezdésekor befizeti a társaság, és a tevékenység befejezésekor kapja vissza.

A probléma kapcsán két kérdést érdemes feltenni. Egyrészt össze kell vetni ezeket az alternatív technikákat. Másrészt fel kell tenni azt a kérdést is, hogy szükséges-e, hogy a tőkeminimumot valamilyen jogszabály szabályozza, vagy elég, ha azt a bíróság szabja meg.

Alternatív eszközök. Az egyik legfontosabb probléma, amit minden alternatív technika kapcsán szem előtt kell tartani, hogy azok mindegyike akadályozza új vállalkozások piacra lépését. Mondhatjuk persze, hogy ez az ára annak, hogy a károsultak nagyobb biztonságban legyenek – de erről a hátrányról soha nem feledkezhetünk el. Visszaidézhetjük az incidencia-modellt is: ha a tőkeminimum valóban nehezíti a piacra lépést, vagyis csökkenti a piaci versenyt, akkor a vevők, de gyakran a beszállítók és (kisebb mértékben) a munkavállalók is kevesebb alternatív szolgáltatóval, megrendelővel, munkaadóval fognak találkozni, és emiatt vélhetően rosszabb feltételekkel kell majd megelégedniük. Vagyis a tőkeminimum miatt az ő terheik (is) nőnek.

⁸¹ Jól mutatja a példa egyben a szerződéses és a szerződésen kívüli hitelezők eltérő helyzetét is. A szerződő felek, ismerve ezt a technikát, tudva a vállalat vagyoni helyzetéről, komoly garanciákat kérhetnek. Ezek fedezhetik a rakományban okozott kárt, de egyik fél sem érdekelt a külső szereplők kártérítésében.

Hasonló példa az a taxivállalat, amely minden egyes kocsit külön-külön cégbe visz be, így egy baleset esetén a kártérítés maximum az adott cég vagyona, vagyis az adott kocsi értéke – a teljes vagyon (a többi kocsi) nem érhető el. (Walkovsky v. Carlton, 223 N.E.2d.6 N.Y.1966)

A különböző technikák hatása nem teljesen azonos e tekintetben. A *kötelező alaptőke* – mivel az a társaságból kivonható – kevéssé akadályozza a vállalat alapítást, igaz kevés biztonságot is ad a károsultaknak.

A *kötelező tőketartalék* esetén ez a piacralépési költség, és a károsultak biztonsága is nő. Ugyanakkor itt nagyon élesen merül fel az ellenőrzés kérdése: valóban rendelkezésre áll az adott összeg? Az ellenőrzés nehézségeit könnyen megérthetjük, ha visszaidézzük az ötödik fejezetben látottakat. Egyrészt a vagyontárgyak értékelése általában nem tükrözi azok valós piaci értékét – ezért nem is tudható, hogy valóban rendelkezésre áll-e az előírt vagyon. Másrészt, ha rendelkezésre is áll, akkor is lehetnek likviditási problémák: a társaság vagyonából csak a pénzállomány az, amelyből a károk azonnal megtéríthetők. Minden más vagyontárgy esetén rövidebb-hosszabb idő szükséges, míg azt eladják, pénzzé teszik.

A legerősebb piacralépési korlátot, egyben a hitelezők számára a legnagyobb biztonságot (hasonló nagyságú tőke elvárása mellett) a *tartalékrendszer* jelenti. Ebben az esetben ugyanis a tőkét nem a vállalat kezeli – a kormányzathoz (vagy valamilyen erre kijelölt alapba) kerül. Ez viszont azt is jelenti, hogy a társaság nem gazdálkodhat vele, nem termelhet ennek révén jövedelmet (nem kötheti le időlegesen, nem vásárolhat belőle ilyen-olyan vagyontárgyakat).

Politika mint döntéshozó. Amennyiben adott kérdés (például a tőkeminimum) megítélését nem a bíróságokra bízjuk, hanem jogszabályoktól várjuk, akkor a döntés a bírák kezéből a (nagyobb bürokráciával megtámogatott) politikusok kezébe kerül. Azzal a kérdéssel, hogy a politikai-állami életben a döntéseket valójában meghozó különböző szerepet ellátó emberekre milyen ösztönzők hatnak a közgazdaságtanon belül az ún. *közösségi döntések elmélete* foglalkozik. Ennek kiinduló kérdése az, hogy a jogrendszer alakításáról a döntéseket meghozó felek nem mindig a közérdeket követik – ha egy adott változás hatásait fel akarjuk mérni, akkor nem feledkezhetünk meg arról, hogy az ő egyéni motivációik milyen irányokba is húzzák a döntéseket.⁸²

Ezen elmélet szerint, amikor a döntés a politikusok kezébe kerül, akkor⁸³

- lehet, hogy informáltabb döntés születik (a bürokrácia segítségével a szabályozó vélhetően jobban fel tudja mérni, hogy mi az a tőkeszint, amit érdemes elvárni, tekintettel például az alultőkésítés veszélyére, de a piacralépés akadályozására is);
- vélhetően rugalmatlanabb lesz a rendszer, hiszen a politika, a szabályalkotó kénytelen mindenkire (vagy legalábbis viszonylag nagy csoportokra) egységesen érvényes szabályokat hozni, míg a bíróság olyan szempontokat is figyelembe tud venni, amik csak az adott esetben derülnek ki;
- lassabban reagáló rendszer épül ki, mert hiába ismeri fel a bürokrácia, vagy a politika (esetleg a bíróságoknál gyorsabban) azt, hogy módosítani kellene a tőkeelvárásokon (akár növelve, akár csökkentve azokat), a jogszabályt módosítani általában lényegesen nehezebb, mint egy bírósági ítéletet meghozni;
- jobban kiismerhető elvárásokat tartalmazó – a társaságok számára átláthatóbb, könnyebben megismerhető – rendszer épül ki.

⁸² A közösségi döntések elméletének magyar összefoglalásáért lásd Johnson [1999], Szalai [2015a]

⁸³ A két rendszer összehasonlításáról részletesebben Posner [2011]. 487-525. Magyarul: Bartus – Szalai [2014] 230-241.

De nem feledkezhetünk el arról sem, hogy a politikusok, szabályalkotók motivációi (újraválasztás, karrierlehetőségek, előmenetel a kormányzati szervezetben és azon kívül) alapvetően eltérnek a bírák motivációitól (különösen az élethosszig kinevezett bírókétól). Éppen ezért a kétféle rendszerben másféle hibákra kell felkészülni. A tipikus várakozás szerint az adott területen (például a gazdasági jogalkotásban) működő, arra specializálódó szabályalkotók, politikusok – miközben épp e specializáció miatt sokszor informáltabbak – sokkal inkább kiszolgáltatottak az adott szféra lobbijának, mint a sokféle ügyben eljáró bírók.

7.6. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezetből négy olyan elemet érdemes az összefoglalóban visszaidézni, amely más fejezetekben, illetve a jogrendszer más területein is jól alkalmazhatók.

Ilyen a kártérítési rendszer ösztönző hatásainak összefoglalása, az elővigyázatosság fogalma – ezekre részletesebben visszatér majd a tizenegyedik fejezet.

Fontos tanulság, hogy az ösztönző hatások elemzésekor meg kell határozni, hogy kinek a döntéseire is hat egy-egy jogintézmény – és lehet, hogy különbséget kell tennünk a különböző szereplőkre gyakorolt hatások között is. Láttuk, hogy amennyiben – például egy kisebb vállalat esetén – a tag egyben menedzsment-döntéseket is hoz, a két szerep nem válik el, akkor a korlátolt felelősség klasszikus, a vállalatok által felvállalt beruházások kockázatát elemző leírása is helytálló lehet. Amennyiben azonban a menedzsment és a tagság elválik, akkor azok döntéseire kell koncentrálni, akiknek a helyzetét az adott jogintézmény elsősorban befolyásolja. (Mivel a korlátolt felelősség a tagok felelősségét korlátozza, így alapvetően az ő döntéseiket, például a diverzifikálást, vagy a menedzsment ellenőrzése érdekében tett erőfeszítéseiket kell elemezni.)

Ugyanakkor az incidencia, az áthárítás modelljeiben azt is láttuk, hogy nem feledkezhetünk el arról sem: a közvetlen érintettek a szabályozás hatásait másokra háríthatják. Lehet, hogy teljesen kompenzálni tudják magukat a számukra káros változásokért, a terheket másokra tolják. Lehet, hogy pont azokra, akiket elsősorban védeni akar a jogrendszer.

És – röviden – felbukkant a fejezetben a közösségi döntések elmélete is, amely arra hívja fel a figyelmet, hogy a jogrendszer alakítóinak személyes motivációit soha nem hagyhatjuk figyelmen kívül. Nincs ugyanis garancia arra, hogy ők csakis a közérdeket fogják követni.

IRODALOMJEGYZÉK

Bainbridge, Stephen M. [2001]: Abolishing Veil Piercing. *26 Journal of Corporation Law*. 479-535

Bainbridge, Stephen M. [2009]: *Corporate Law*. Foundation Press, New York.

Bartus Gábor – Szalai Ákos [2014]: *Környezet, jog közgazdaságtan*. Pázmány Press, Budapest

Carney, William.J. [2000]: Limited Liability. in: Boudewijn Bouckaert – Gerrit De Geest (szerk.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Edward Elgar, Cheltenham 659-691

Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2005.

Cullis, John – Philip Jones [2003]: *Közpénzügyek és közösségi döntések*. Aula, Budapest.

Hansmann, Henry B. – Reinier H. Kraakman [1991a]: The Uneasy Case for Limiting Shareholder Liability in Tort. *101 Yale Law Journal* 1879-1934.

Hansmann, Henry B. – Reinier H. Kraakman [1991b]: Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts, *101 Yale Law Journal*, 1879-1934.

Johnson, David B. [1999]: *A közösségi döntések elmélete*. Osiris, Budapest

Klein, William A. – John C. Coffee Jr – Frank Partnoy [2010]: *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*. 11th edition. Foundation Press, New York.

LoPucki, Lynn M. [1996]: The Death of Liability? A Systems/Strategic Analysis. *106 Yale Law Journal* 1-92.

Millon, David K. [2007]: Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability. *56 Emory Law Journal*.

Millon, David K. [2010]: The Still-Elusive Quest to Make Sense of Veil-Piercing Response *89 Texas Law Review See Also* 15-29

Oh, Peter B. [2010]: Veil Piercing. *89 Texas Law Review* 87-145

Posner, Richard A. [2011]: *Economic Analysis of Law* (8th edition). Aspen Law and Business, New York:

Stiglitz, Joseph E. [2000]: *A kormányzati szektor gazdaságtana*. KJK-Kerszöv, Budapest

Szalai Ákos [2015a]: Miért korlátozzák az országok a szuverenitásukat? Joggazdaságtani és közösségi döntések elméletén nyugvó magyarázatok in: Takács Péter (szerk.): *Az állam szuverenitása. Eszmény és/vagy valóság*. Gondolat, Budapest

Szalai Ákos [2015b]: Veszélyes üzemi felelősség – joggazdaságtani hatások. *Állam- és Jogtudomány LVI*. 45-69.

FOGALMAK

Szerződésszegésért viselt felelősség	Korlátolt felelősség hatása a tagi ellenőrzésre
Deliktuális felelősség	Egyetemleges felelősség
Baleset	Együttes (pro rata) felelősség
Objektív-tárgyi felelősség	Mély zseb
Vétkesség	Kollektív cselekvés
Felróhatóság	Incidencia
Elővigyázatosság	Áthárítás
Elvárásalapú ösztönző	Felelősségbiztosítás
Költségalapú ösztönző	Zárt vs. nyitott gazdaság
Megfigyelhető és nem megfigyelhető elővigyázatosság	Felelősségáttörés
Korlátolt felelősség hatása a beruházási döntésre	Személyi biztosítékok
Korlátolt felelősség hatása a diverzifikálásra	Kezesség
	Üres társaság
	Kötelező alaptőke

8. A VÁLLALATIRÁNYÍTÁS ALAPVETŐ PROBLÉMÁI

Mit várhatunk el a menedzsmenttől, milyen csoportok érdekeit kell, kellene figyelembe venniük a döntéseikkor? Szükséges-e, hogy a társaságok társadalmilag felelősek legyenek? A profitmaximálás az egyetlen legitim céljuk? Utasíthatják-e a tagok a vállalat vezetését – miért csak nagyon szűk körű ez az utasítási joguk? Hogyan élhetnek vissza a vállalatvezetők a döntési jogaikkal – milyen tipikus formái vannak ennek? Mikor van esély arra, hogy a menedzsmentet valóban ellenőrzés alatt tarthassák a tagok, vagy azok a csoportok, akiknek az érdekeit követniük kellene? Amennyiben a profit maximálása a cél, akkor hogyan ösztönözhető erre a menedzsment?

Ez a fejezet elég sok ismétlést fog tartalmazni. Arra vállalkozik ugyanis, hogy a menedzsment oldalán megjelenő morális kockázattal, ügynökproblémával kapcsolatos vitákat tekinti át. Az ügynökprobléma klasszikus leírása arra épül, hogy a menedzsmentet a tagok alkalmazottjaként fogjuk fel. Ebben a pozícióban (mint minden más munkavállaló) magáninformációkkal rendelkezik, amelyekkel visszaélhet. Az ügynökprobléma ilyen leírása már Adam Smith-nél is megjelenik:

A részvénytársaság tevékenységét mindig az igazgatóság intézi, amely azonban gyakran több tekintetben a részvényesek közgyűlési ellenőrzésének van alárendelve. Ezeknek a részvényeseknek legnagyobb része azonban ritkán tart igényt arra, hogy a társaság ügyeiből valamit is értsen és ha a pártoskodás szelleme nem uralkodik éppen közöttük, nem is sokat törődnek ezekkel, hanem megelégszenek, hogy félévente vagy évente felvegyék az osztalékot, aminek kiosztását az igazgatók jónak tartják. [...] Minthogy azonban az ilyen részvénytársaságok igazgatói inkább mások pénzét kezelik, mint sajátjukat, nem is lehet tőlük kívánni, hogy ugyanazzal az aggódó éberséggel őrkdjenek efölött, mint az egyéni kereskedelmi társaságok tagjai őrkdnek a sajátjuk fölött. (Smith [1776/1940/2011] 287-288.)

Bár a „közgazdaságtan imperializmusa” miatt ez a vállalatkép átkerült a jogtudományba is, ugyanakkor erősen vitatható, hogy helyes-e a menedzsmentet a tagok megbízottjának tekinteni. Ha ez lenne az elvárás, akkor felmerülhet a kérdés: miért nem ad a jogrendszer a mainál lényegesen erősebb eszközöket a tagok kezébe. Például a jogi személy kapcsán a hatodik fejezetben láttuk, hogy a tagok nem írhatják felül a menedzsment döntéseit. Ennek a széles jogkörnek a hatékonysági oka – a tranzakciós költségeken túl – a tagok és a menedzsment közötti munkamegosztás. Ezt a problémát tekinti át az első alfejezet.

Ha el is fogadjuk, hogy a jelenlegi jogrendszerben a menedzser mozgástere túl tág ahhoz, hogy egyszerűen a tagok „ügynökének” tekinthessük (Ciepley [2013], Stout [2017] 338.), de a „tagi érdek” mégis szerepet kap több helyen a jogrendszerben. Ha nem is minden kérdésben, de bizonyos esetekben a tagok érdekeinek követését kérjük a menedzsmenten számon. De miért feledkezik el a társasági jog a többi érintettéről? Ez a napjainkban divatos „társadalmi felelősség mozgalom” fő kérdése. Ennek a vitának a bemutatása a második alfejezet tárgya.

Persze bárkinek az érdekében kellene is eljárnia a menedzsmentnek, bárkit is tekintenénk a „megbízójának”, nyilvánvaló, hogy lesz lehetősége a helyzetével visszaélni, és e célok helyett a

saját egyéni érdekeit követni. A menedzsment ilyen visszaéléseinek megelőzésére alapvetően négy fontosabb eszközt ismerünk. Ezek:

- a vállalatirányítás: a társasági szervezet olyan kialakítása, amelyben az ilyen visszaélések könnyebben napvilágra kerülnek – és a menedzsmentet egyszerűbb ezekért (a vállalaton belül) szankcionálni,
- a menedzsment jogi felelőssége: a vállalatvezető a polgári, vagy esetleg a büntetőjog alapján is felelősségre vonható a társaságnak (ritkábban: a hitelezőknek) károkat okozó magatartásáért,
- a tőkepiaci szankció: a tagok eladhatják társasági részesedésüket, és ez lehetőséget teremt az ellenséges felvásárlásokra;
- ösztönző rendszer: a menedzsment jövedelemszerkezetének olyan kialakítása, amikor a társaságnak (a tagoknak) okozott károk visszahatnak rá.

Ebben a fejezetben az első hármat csak címszavakban mutatom be – ezek adják ugyanis a következő három fejezet témáját. Itt, pontosabban a harmadik alfejezetben az ösztönző rendszert mutatom csak be.

8.1. A MENEDZSMENT HATÁSKÖRE

Volt róla szó a jogi személyiség fogalmának definiálásakor, hogy annak elengedhetetlen eleme a képviselő megválasztása: mivel a társaság nem tud döntést hozni, így meg kell határozni, hogy ki az, aki a társaság nevében eljárhat, a döntéseket meghozhatja. A társasági jog kiindulópontja, hogy (közgazdaságtani értelemben) a *menedzsmentet hozza tulajdonosi pozícióba*: neki ad minden olyan jogot, amit nem definiál, nem ad *expressis verbis* másnak. A reziduális jogok az övék, és nem a tagoké (vagy más érintetté), minden olyan kérdést a menedzsment dönthet el, amit a törvény nem ad a társaság más szervének.

Arra persze ezen kiindulás mellett is lenne lehetőség, hogy több döntési jogot adjon a jog a tagoknak (vagy más érintettnek), vagy mondhatná, hogy ők többet magukhoz vonhatnak, ha akarnak. Ugyanakkor a társasági jog kógens módon meghatározza azt a – meglehetősen tág – jogkört, amit a menedzsmenttől nem lehet elvonni.

A magyar társasági jog az ügyvitel fogalmával írja körül azt a kört, amit a vállalat menedzsmentjének kell gyakorolnia. Ezt a jogát a Ptk. 3:31.§ értelmében a tagok kifelé érvényesen nem is korlátozhatják. (Hasonlót mond ki a kft kapcsán a Ptk. 3:196.§ (1) bekezdés, és a részvénytársaság esetén a Ptk. 3:282.§ (3) bekezdés.)

Sőt, a Ptk. 3:112. § (2) bekezdése szerint amennyiben a taggyűlés mégis korlátozni akarja a menedzsment döntési jogát, és előírásokat fogalmaz meg vele szemben, a vállalatvezetést jogi értelemben ez akkor sem köti. Amennyiben ugyanis a tagok döntése a „társaság érdekeit” sérti, akkor a menedzsmentet nem mentesíti a későbbi felelősség alól, hogy ő csak egy taggyűlési határozatot hajtott végre. Vagyis neki a taggyűlés határozatait is felül kell bírálnia.

Előnyök. A menedzsment ilyen széles jogkörét két fontos érv indokolhatja: a képviselői probléma (kifelé) és a munkamegosztás.

A *képviselői problémát* a hatodik fejezetben láttuk: a potenciális partnerek egyszerűbben kooperálhatnak a társasággal, ha például egy szerződés érvényességéhez elég a képviselő hozzájárulása – nem kell ellenőrizniük a tagok akaratát, nem függ ugyanis attól. Nem vonhatják

meg, nem korlátozhatják a tagok a menedzsment jogait. Ezt a partnereknek nem kell ellenőrizni, az érvénytelenség kockázatával nem kell számolniuk.

Ugyanakkor a képviseleti probléma csak a *standardizálást* követeli meg, vagyis azt, hogy minden társaságban körülbelül ugyanolyan legyen a menedzsment hatásköre – a külső fél felismerhesse, hogy a vállalatvezető nem olyan kérdésben jár-e el, amit már a tagoknak juttat a jog. Vegyük azonban észre ezek a pozitív hatások akkor is jelentkeznek, ha több elemhez (például: hitelfelvételhez, bizonyos vagyontárgyak adásvételéhez) kellene taggyűlési jóváhagyás.

A menedzsment *tág* jogkörére a *munkamegosztás* jelenthet magyarázatot. A menedzsmentnek (minimum) *komparatív előnye*⁸⁴ van a cég vezetésével kapcsolatos kérdésekben a tagokkal szemben. A komparatív előnyök modellje azt a helyzetet írja le, amikor két (vagy több) egymással kooperáló fél között kell elosztani a feladatokat. A társasági jog esetén a menedzsment és a tagok között kell elosztani az egyes funkciókat: az ügyvezetést, a napi menedzsmentet, a kockázatok kezelését, a befektetési lehetőségek felkutatását, stb.. Elképzelhető, hogy az egyik fél minden területen jobb döntéseket hozna. Éppen ezért a komparatív előnyök modellje nem azt vizsgálja, hogy valaki jobb vagy rosszabb döntéseket hozna-e mint a másik, hanem azt, hogy az előnye mekkora az egyes kérdésekben. A modell azt állítja: a feleknek annak alapján hatékony elosztani a funkciókat, hogy mindenki azt a feladatot kapja, amiben legnagyobb az előnye, illetve legkisebb a hátránya. Ennek alapján akkor is érdemes elosztani a munkát, ennek alapján akkor is érdemes specializálódni, ha van olyan fél, aki minden funkcióban jobb, mint a másik – de az előnye nem ugyanakkora. Aki mindenben jobb, bukik ugyan azon, hogy a másik fél lát el egyes funkciókat, viszont ennél többet nyer azon, ha azokra koncentrál, amelyben a „legjobb”.

Az, hogy minden jogrendszerben körülbelül ugyanúgy oszlanak meg a funkciók, ugyanazok a kérdések kerülnek a tagokhoz (magas szintű stratégiai döntések), azt valószínűsíti, hogy ez a hatékony megosztása a funkcióknak.

Hátrányok. Az, hogy a menedzsmentet egyes kérdésekben nem korlátozhatják a tagok, azt is jelenti, hogy azt sem lehet megakadályozni, ha nyilvánvalóan az egyéni érdekeit helyezi előtérbe, ha a döntései a társaság, illetve a tagok számára hátrányosak. Épp a menedzsment széles jogköre miatt erősödik fel igazán a morális kockázat.

A morális kockázat fogalmát ugyan fent láttuk, most azonban érdemes egy kicsit pontosabban megnézni, hogy miképpen is jelentkezhet ez a menedzsment döntései esetén. Megtörténhet, hogy a menedzsment...

1. ...a vállalat erőforrásait (szabad cash flowját) fordítja a saját céljaira – ezt nevezem majd a *morális kockázat erős formájának*. (Tegyük hozzá, nem a pénz az egyetlen erőforrás, amit a menedzsment „kisajátíthat”. A szabad cash-flow esetén ugyan a legegyszerűbb ez, de bármilyen más vagyontárggyal is megteheti ezt. Az egyik legfontosabb – közgazdasági értelemben vett – vagyontárgy a vállalat működése során megszerzett információ, amelyet a menedzsment szintén használhat saját hasznára.)
2. ...túlzottan is *kockázatkerülő* lesz – a saját humántőkét, reputációját védve nem hoz meg olyan döntéseket, amelyek nettó jelenértéke egyébként pozitív, vagyis amelyek a társaság érdekeit szolgálnák.

⁸⁴ Magyarul lásd például Heyne et al. [2004] 35-37, Bartus – Szalai [2014] 338-339.

3. lazsál nem tesz eleget a társaság számára legjobb döntések megtalálása érdekében, elmulasztja az idioszinkratikus beruházásokat, nem halmoz fel specifikus tudást, „túl kevés energiát fektet a cégbe” – ezt nevezem majd a *morális kockázat gyenge formájának*.

Persze láttuk a negyedik fejezetben, hogy ezek a problémák nem csak a menedzsment kapcsán merülnek fel, hanem egy „egyszerű” munkavállalóknál is. A menedzsment specialitása az, hogy a képviseleti jog miatt egy olyan lehetőség is nyitva áll előtte, ami a munkavállalók előtt nem. Ezt nevezzük a *vállalati vagyon „elfolytatásának”* [tunneling]. (Johnson et al [2000], Atanasov et al. [2012] 421-424.)

- Köthet a menedzsment olyan ügyleteket, amelyek során a vállalat vagyona a saját (vagy családtagjai, barátai, személyes üzletfelei, stb.) magánvagyonává alakul. Például
 - o értékesítheti a vállalati vagyont áron alul, illetve
 - o vásárolhat magas (a piacit meghaladó) áron.

Ugyan a vagyonértékesítés és a vásárlás ugyanúgy csökkentheti a társaság vagyonát, mégis sokszor előfordul, hogy a jogrendszer, a joggyakorlat eltérően kezeli őket. Sokszor az eszközök eladását erősebben kontrollálják, mint a vásárlást – például bizonyos (tipikusan: nagy értékű) eszközök eladásához taggyűlési hozzájárulást kérnek, míg ugyanilyen volumenű beszerzésekhez nem. (Atanasov et al [2012] 428.)

- A menedzsment magának, vagy a számára fontos munkavállalóknak fizethet aránytalan jövedelmeket, vagy nyújthat kedvezményes hiteleket. (A hitelt ugyan vissza kell fizetni – követelésként meg is jelenik a mérlegben –, de amennyiben az adósnak nem kell a piaci kamatot megfizetnie, vagy más kedvezményeket kap, akkor a vállalat vagyona ezen keresztül is csökken.)
- Káros vagyontranszfer lehet az is, amikor a vagyon cégcsoporton belül marad ugyan, de amely azt eredményezi, hogy a nyereség egy másik – valamilyen a menedzsment számára fontosabb – leány-, testvér-, vagy anyavállalatnál jelentkezik. Ennek tipikus módja az ún. *transzferárazás*: nem a valós értéket tükröző árat fizeti egyik cég a másiknak. Másik gyakori eszköze az, amikor az egyik vállalat kedvezményes, a saját hosszútávú érdekei alapján nem igazolható hitelt nyújt egy másiknak, vagy befektet abba. Különösen nagy problémát jelent az ilyen transzferek esetén, ha a cégcsoporton belül olyan szolgáltatások, vagyontárgyak mozognak, amiknek nincs piaca, és ezért csak nagyon nehezen becsülhető meg azok „piaci értéke”.⁸⁵

A Coca Cola esetén érzékelteti az ilyen cégcsoporton belüli, nehezen értékelhető vagyontranszfer problémáját. (Gordon et al. [2004], Atanasov et al. [2012] 428-429.) Az anyacég egy leányvállalatába vitte ki a Coca Cola-hoz kapcsolódó franchise jogok jó részét – nem egy lépésben, hanem tizenöt éven keresztül, évente egy-egy kis rész került át. Nyilvánvaló, hogy ennek a CocaCola franchise-nak piaca nincs, így az is nehezen ítélnélhető meg, hogy a fizetett összeg⁸⁶ fedezte-e a „piaci értéket”.

⁸⁵ Persze tegyük hozzá, önmagában az, hogy a vállalatok között ilyen vagyonmozgás van, még nem jelenti azt, hogy a menedzsment vagyont „folytat el” – ez a vagyontranszfer ugyanis lehet a vállalatcsoport egésze számára előnyös. Például, mint az ötödik fejezetben, a túlnyúló hitelek kapcsán láttuk a piaci hitel kamata a hatékonynál magasabb is lehet.

⁸⁶ A tizenöt év alatt a leány összesen (nem jelenértéken, hanem egyszerűen az éves összegeket összeadva) 15 milliárd dollárt fizetett ezekért a jogokért..

Járadékvadászat. Ezek a transzferek az első fejezetben látott fogalmak szerint járadékot jelentenek a nyertes fél, a menedzsment számára. Ez a járadék ugyan (mivel ez a vagyon kifolyik a társaságból) nyilvánvaló veszteség a társaság és a tagok számára, de sokszor ez a konkrét veszteség jelenti a kisebb problémát. Fellép ugyanis az ún. *járadékvadászat*. (Krueger [1974/2004], Tullock [1967], Bhagwati – Srinivason [1980, 1982], Tollison [1982], Mitchell – Munger [2004])

Járadékvadászatnak nevezzük az ilyen hasznok, gazdasági profitok megszerzése érdekében tett lépéseket. Ezek a lépések gyakran sokkal több kárt okoznak, mint maga a járadék. (Tullock [1967]) Ugyanis sokszor harc indul: a menedzsment lépéseket tesz e járadék megszerzése érdekében – a tagok (és a járadékból nem részesülő érintettek) megpróbálják megakadályozni azt, visszaszerezni a veszteséget. A menedzsment akadályozni próbálja majd, hogy sikerrel járjanak. És így tovább. Ez a harc erőforrásokat emészt fel. Olyan erőforrásokat, amelyeket a társaság más tevékenységekbe fektethetne.

8.2. A TÁRSASÁG, A MENEDZSMENT CÉLJA

Az ügynökprobléma abból indul ki, hogy a menedzsmentnek a tagok érdekét *kellene* követni. Eddig a probléma pozitív leírásával foglalkoztam: a menedzsment – adott jogi környezetben – nem biztos, hogy azt követi. Ahogy a munkaadó és a munkavállaló sem követi a megbízó érdekeit, pedig ott az „ügynök” döntési köre lényegesen szűkebb; lényegesen tágabb körben közvetlenül utasítható. Sokan azonban az állítás normatív részét is megkérdőjelezzik: miért kellene a menedzsmentnek a tagok érdekeit követni? Miért feledkezünk el a többi érintettől?

Az erről folyó mai vitában két – nem teljesen koherens – álláspont áll szemben egymással: a tagi érdek elsőbbségét hangsúlyozó és a társaságok társadalmi felelősségéből kiinduló elvárás. A *tagi érdek elsőbbsége* általában, mint a profitmaximálás elvárása fogalmazódik meg. Azonban, mint látni fogjuk, a tagi érdek nem feltétlenül azonos a profitmaximálással – hiszen a tagok preferenciái között is megjelenhetnek nem anyagi elemek (mint azt az első fejezetben a *homo oeconomicus* leírása kapcsán láttuk). A *társaságok társadalmi felelősségvállalását* követelő elvárás a tagi érdekek körét túl szűknek találja, minimum a vállalat egyéb érintettjeinek, sőt gyakran a társadalom egészének érdekét szolgáló döntéseket várna el a „vállalattól”, a menedzsmenttől.

A vállalatok társadalmi felelőssége mellett kiállók érveiből gyakran úgy tűnik, mintha ők a vállalatot azonosítanák a tagokkal, vagy mintha a „vállalatot” tekintenék aktornak. E kötetben, hogy összhangba hozzuk az eddigiekkel, ezt az érvelést is a menedzsmenttel szembeni elvárásként vizsgálom.

Ugyanakkor megjelenik – bár a másik kettő mellett ritkán hallható – egy harmadik megközelítés is, amire a *menedzsmentérdek elsőbbségeként* fogok hivatkozni. Ez azt hangsúlyozza, hogy a két másik álláspont túlzottan is korlátozza a menedzsment működését, túl erős elvárásokat állít vele szemben.

8.2.1. A társadalmi felelősség

A második fejezetben is különbséget tettem tagságon túli érintettek két csoportja között. Az egyik a közvetlen, „szerződéses alapú” érintetteké, a másik a közvetett érintetteké, akik (maximum) csak implicit szerződésben állnak a társasággal. A társadalmi felelősséggel kapcsolatos elvárások egyik csoportja csak a közvetlen érintettek érdekeinek figyelembevételét, védelmét követelné a menedzsmenttől; a másik csoport a közvetett érintettek érdekeinek, a tágabb társadalmi célok szem előtt tartását is. Ezek nem zárják ki egymást, élhetnek egymás mellett, de más érvek szükségesek az alátámasztásukhoz.

Közvetlen érdekeltek védelme: specifikus beruházások védelme. A közvetlen érdekeltek védelme mellett érvelők kiindulópontja az, hogy nem csak a tagok, vagyis a tőkebefektetők azok, akik befektetnek egy vállalatba. Mások is nagy idioszinkratikus beruházásokat tesznek. Éppen ezért az ő specifikus befektetéseiket is védeni kell. (Blair [2012], Blair – Stout [1999], Greenfield [2008]) Védelem nélkül ezek elmaradhatnak – és ezek elmaradása is komolyan tudja rontani a társaság teljesítményét. Vagyis ezek védelme a menedzsment érdeke is – azonban, ha ezt valamilyen okból (például lehetőségeivel visszaélve) elmulasztja, akkor a társasági jog feladata ezekre figyelni.

Sőt, akár tovább is léphetünk: a többi érintett beruházása sokszor erősebben kötődik a vállalathoz (specifikusabb, erősebben idioszinkratikus), mint a tőkebefektetőké. A tagok ugyanis viszonylag könnyen visszanyerhetik beruházásaikat – különösen, ha a részesedések forgalmazhatók, a piac megfelelően működik. Egyszerűen eladhatják azt.

Társadalmi célok – közérdekkövetés. A közérdek szolgálatát követelő elvárás két érve az ún. koncessziós érv és a vállalati hatalom érve.

A *koncessziós érv* alapja, hogy elismerésük (jogi személyiségük) és a korlátolt felelősség biztosítása révén a társadalom komoly előnyökhöz juttatja a vállalatokat. Ezért az előnyért „cserébe”, ezek „áraként” tartozik a vállalat azzal, hogy a társadalom érdekeit is figyelembe vegye tevékenysége során.⁸⁷ A koncessziós érv kritikája (Hansmann et al. [2006], Anderson – Tollison [1983]) arra hivatkozik, hogy messze nem egyértelmű, a vállalatok mennyi támogatást is kapnak az államtól, a társadalomtól, a jogrendszerrel. Ugyanis, a legtöbb olyan elemet, amelyet a jog (*alapvetően* a társasági jog) biztosít a számukra, meg tudnák teremteni e nélkül is – igaz kicsit bonyolultabb mechanizmusra lenne ehhez szükség.

Például, a korlátolt felelősség megteremtéséhez nem feltétlenül van szükség a társasági jogra – létező korlátolt felelősség a társasági jog előtt is. Elég az egyes szerződésekben korlátozni a felelősséget. A szerződésen kívüli károk károsultjaival szemben pedig például a bizalmi vagyonkezelés, különösen az angol-amerikai jogban ismert *trust* révén el lehet ezt érni.

A másik érv *vállalatok hatalmi pozíciójával* érvel: a vállalatok nagysága, gazdagsága olyan hatalmi viszonyt (ráadásul: nem demokratikus alapon létrejött hatalmi viszonyt) jelent, amelyet az állami, demokratikus hatalom által korlátozni kell. (Lee [2012] 116-117.) Ezzel az érveléssel szemben a legfontosabb kritika arra hívja fel a figyelmet, hogy a társasági jogi

⁸⁷ Ez az érv megjelenik – igaz az alapítványok kapcsán – a jogi személy problémájának talán legnagyobb hatású magyar elemzésében is, Moór Gyulánál. Ő az alapítvány, mint jogi személy kapcsán expressis verbis kimondja, hogy az „alapítvány kezelője sem nem az alapítónak, sem nem az alapítványnak, hanem az államnak a szerve [...], amely a kezelést reá ruházta.” Moór [1931] 195

szabályozás nem csak a nagyvállalatokat, hanem a kis- és közepes vállalatokat is érinti. Rájuk ez a „nagyság”, „gazdagság”, „hatalom” kevésbé jellemző.

A többcélúság kritikája. A társadalmi felelősség megvalósítása magával hozza a *többcélúság* problémáját. Ennek lényege, hogy amennyiben a vállalatvezetésnek nem csak egy, hanem több csoport – egymásnak ellentmondó – érdekeit is figyelembe kell vennie, akkor végső soron ellenőrizhetetlenné válik. Mindig hivatkozhat ugyanis arra, hogy az adott döntéskor ő épp egy másik csoport érdekeit tartotta szem előtt. (Macey [2014] 333-334. Milgrom – Roberts [2005] 311-317.)

Demokrácia érv. További ellenérv a társadalmi felelősség követelésével szemben, hogy az – paradox módon – a vállalati menedzsment hatalmát növeli, és a demokratikusan választott politikusokét csökkenti. Amennyiben ugyanis a menedzsment „társadalmilag felelős” lépéseket tesz, akkor arról dönt, hogy mely csoportokat, mely társadalmi tevékenységet érdemes támogatni. Ha ezt nem tenné, nem költené a vállalat forrásait erre, akkor magasabb lenne az adóbevétel, amivel a demokratikusan választott politikusok rendelkezhetnének. Ha nem hozna döntéseket bizonyos szerinte „arra érdemes” csoportok érdekében, akkor a demokratikusan választott politikusok nem szembesülnének olykor azzal, hogy a menedzserek olyan csoportokat támogatnak, akiket szerintük nem kellene. (Macey [2014] 351-352.)

8.2.2. A tagi érdek elsőbbsége

A tagi érdek elsőbbsége szerint a menedzsmentnek a tagok – és csak a tagok – érdekeire kell koncentrálnia. Az e mellett érvelő joggazdaságtani modellek két fő okot látnak erre a „kivételezésre”. Egyrészt, az imént látott többcélúság elkerülését: egy csoport, jól ellenőrizhető érdekeinek követését várjuk el a menedzsmenttől. Persze ez az egyetlen csoport – elvileg – lehetne bármely érintett csoport, nem csak a tagok. A tagi érdek védelme ezért egy másik érvet is megkövetel: meg kell mutatni, hogy a tagok azok, akiknek a társasági jogi védelme a leghatékonyabb. Ebben a pontban ezt a második kérdést járom körül.

A védelem szükséges eszköze. A tagi érdekeket középpontba helyező modell nem (nem feltétlenül) tagadja azt, hogy a vállalatok működéséhez a többi érintett együttműködése is szükséges. Azonban a különböző csoportok védelme másképpen oldható meg.

- A közvetlen érintettek szerződéses kapcsolatban állnak a vállalattal, vagyis ők a saját érdekeiket a vállalattal kötött szerződésekben érvényesíthetik. Az érdekeiket a klasszikus szerződési jog védi.
- A közvetett érintetteket (mindenekelőtt a helyi társadalmat, illetve a környezetet) ugyan szerződés nem köti a vállalathoz, de az ő érdekeik védelme is megoldható más eszközökkel. Például szabályozása segítségével, vagy a kártérítési felelősség révén.

A tagok azok, akik védelme más jogi eszközökkel kevésbé oldható meg – ezért az ő érdekeik védelmét a legjobb (leghatékonyabb) a társasági jog központi kérdésévé tenni. (Macey [2014] 340-342, Bainbridge [2012] 18.)

Relatív homogenitás. A másik, a tagi érdek elsőbbségét alátámasztó érv az ún. relatív homogenitás hipotézisére épül. (Armour et al. [2009] 15.) E szerint az összes érintetti csoport közül a befektetőké, tagoké az, amelyen belül a leginkább homogén érdekekkel találkozunk.

Ezért az ő érdekeiket a legegyszerűbb védeni. Ha egy másik csoport (a hitelezőké, a munkavállalóké, stb.) kerülne a középpontba, akkor a különböző tagok, részcsoporthok érdekei között nagyobb eltérés lenne – csoporton belül kevesebb konfliktust kellene feloldani.

Azt persze a relatív homogenitás érve nem tagadja, hogy a tagok között is lehetnek komoly érdekkonfliktusok. Tudjuk például, hogy

- eltérés lehet a tagok között aszerint, hogy mennyire aktívak a tőkepiacon. Az aktívabb, a tagsági részesedéseiket gyakrabban cserélő – tipikusan intézményi – befektetők inkább a társasági részesedés aktuális értékének növelésében érdekeltek. Ezzel szemben a részesedést hosszabb távon megtartani akaró tagok inkább a hosszabb távú (de az aktuális piaci értékben esetleg meg nem jelenő) kilátásokkal foglalkoznak. (Stout [1995] 616, Bainbridge [2012] 22, Macey [2014] 344.) Amennyiben a menedzsment – például információk visszatartásával – képes úgy növelni a társaság, a részesedések aktuális (rövidtávú) értékét, hogy ezzel egyben annak hosszabb távú esélyeit rontja, akkor ezeket a lépéseket az előző csoport támogatni fogja (nem fog tenni ellene), míg a második érdekeit ez egyértelműen sérti.
- A „tipikus” egyéni befektetők és az intézményi befektetők érdekei nem azonosak: míg előbbiek általában a profitot, a társasági részesedés értékét akarják növelni, addig utóbbiak (különösen egy politikai befolyásra is törekvő nyugdíjbiztosító, vagy szakszervezet) gyakran más célokat is követnek.⁸⁸

Tagi érdek homogenitása és az új típusú ügynökprobléma. A tagok közötti legfontosabb érdekkonfliktus általában azért merül fel, mert a tagok között vannak a menedzsmenthez közelebb és attól távolabb álló csoportok. A társaság menedzsmentje a befektetők egy részével (akikkel eleve szoros a kapcsolatuk, vagy akiknek a lojalitását így akarják biztosítani – például, mert jelentős befolyásuk van társasági döntésekben) „koalícióra” léphet: szemben az „átlagos” tagokkal, ők innentől már nem (csak) a profit, illetve a részesedés értékének maximálásában lesznek érdekeltek, hanem a társasági vagyont „elfolyatásából” is hasznot húzhatnak. Ők ezen keresztül is egyéni jövedelemmé, magánvagyonná transzformálhatják a társasági vagyont. Ez a probléma ma már, mint az *ügynökprobléma új formája* jelenik meg az irodalomban: nem egyszerűen a menedzsment áll szemben a tagokkal, hanem a nagybefektetők és a menedzsment koalíciója a többi befektetővel, a kisbefektetőkkel. (LaPorta et al [1998], Djankov et al. [2008])

Tagi érdek és profitmaximálás. Az utóbbi időben – például a jogi személyiség fejezetben látott Hobby Lobby és Citizens United ügy kapcsán – került az érdeklődés középpontjába az a kérdés, hogy szabhatnak-e a tagok más célt is a vállalatnak, mint a profitmaximálást. Pontosabban: ha lemondanak a profitról más célok érdekében, akkor azt a menedzsmentnek, illetve a kormányzatnak, jogalkotónak el kell-e fogadnia? Fontos kiemelni: a tagi érdek elsőbbségének érve ezt nem zárja ki. Ha a tagok között e tekintetben egyetértés van (mint arra a jogi személyiség fejezetben láttunk példát), akkor a tagi érdek más is lehet, mint a profit maximálása.

⁸⁸ Bainbridge a 2000-es évek nagy válságai nyomán megalkotott amerikai törvények elemzése során kimutatja, ezek az elvileg a tagi érdekek védelmére hivatott jogi (elsősorban tőkepiaci) reformok valójában a nagy nyugdíjalapok, mint speciális nagybefektetői csoport érdekében íródtak – miközben ezeknek a kisebb befektetők, akik a vállalat hatékony működésében lettek volna érdekeltek, a kárvallottjai lettek. (Bainbridge [2010] 12.)

Erre lehet példa az, ha a tagok erkölcsi okból kizárják, hogy a vállalat egyébként legális, és jövedelmező tevékenységekbe fogjon. Gondolhatunk arra,

- o ha egy sajtóterméket kiadó vállalat tagjai nem engedik, hogy az nőket lealacsonyító hirdetések tegyen közzé, vagy
- o ha egy vállalat tagjai, megtiltják a menedzsmentnek, hogy egyébként legális fegyverkereskedelemben vegyen részt, vagy olyan társasággal, olyan országgal kereskedjen, amelynek döntéseivel nem értenek egyet, stb.

8.2.3. A „társasági érdek”: a menedzsment elsőbbsége

A „menedzsment elsőbbségének érve” (Bainbridge [2002], Stout [2017] 350.) az első alfejezetben látott munkamegosztás szükségességére alapul: a vállalat irányításához elsősorban a menedzsment szaktudása kell. Minden olyan elem, amely az ő döntéseit nehezíti, egyben a többi érintettnek is árt. Persze ezt a menedzsmentérdeket – épp ezért – nem így fogalmazza meg a társasági jog, hanem a „társaság (hosszú távú) érdekeként. Az azonban bizonyos, hogy ez nem azonos a tagok érdekével, és konfliktus esetén a jog, a bíróság a „társasági érdekek” ad prioritást.

Ez az érv – Stephen Bainbridge szerint is (Bainbridge [2007] – csak abban tér el a tagi érdek elsőbbségének elvárásától, hogy gyakrabban engedi meg, hogy a menedzsment ne a befektetői elvárásokat kövesse. De, az alapelv ebben is az marad, hogy a tagok által szabott célok teljesítésére (a profit maximálására) kell törekednie. Ez ugyanis a társaság érintettjeinek hosszabb távú érdeke is – ez biztosítja a társaság fennmaradását. Éppen ezért nevezi ezt az érvet David Millon a tagi érdek elsőbbségét hangsúlyozó klasszikus modellnek. (Szemben a „tagi érdek radikális modelljével”, amely szerint a menedzserekkel szembeni egyetlen legitim elvárás a profitmaximálás lehet. Millon [2013] 1021-1023.)

Ugyanakkor például Lyman Johnson és David Millon (Johnson – Millon [2014/2015]) az amerikai jogfejlődés új fejleményeiből (mindenekelőtt a hatodik fejezetben látott Hobby Lobby döntésből) már azt olvassák ki, hogy a *menedzsment előtt nyílik meg az az út*, amit az előbb a tagoknál láttunk: a profitmaximáláson kívül más (például etikai) célokat szabjon a társaságnak.

8.2.4. A vita megjelenése a társasági jogban

A vita elemzésének lezárásaként tegyük fel a kérdést: hogyan hatnak ezek az elvárások a társasági jogban? E jogban elsősorban két pont szabályozásában jelennek meg ezek elsősorban.

- Egyrészt a vállalatirányítás kialakításakor merül fel, hogy az egyéb érintetteket pozíciókba juttassuk-e, szavazati jogot (esetleg vétójogot is) biztosítsunk-e nekik egyes kérdésekben. (Ezzel a kérdéssel a kilencedik fejezet foglalkozik majd)
- Másrészt a menedzsment felelőssége kapcsán kérdés, hogy a menedzsmentet mely döntéseiért vonjuk – akár polgári jogi, akár büntetőjogi – felelősségre. (Ez a tizenegyedik fejezet témája lesz.)

Fontos azonban hangsúlyozni, hogy most csak a vita társasági jogi megjelenéséről beszélek. Láttuk ugyanis, hogy a tagi érdek elsőbbsége melletti egyik fő érv épp az volt, hogy az egyéb érintettek érdekeinek védelme más jogágakban helyet kap, kaphat. Vagyis a különböző csoportok védelmére más eszközöket is be lehet vetni: például az adójogot, a biztonsági

szabályozásokat, az elvárt magatartás megfogalmazását a kártérítési jogban.⁸⁹ Fontos azonban látni, hogy ezek a jogi megoldások nem arra alapulnak, hogy a menedzsmenttől elvárjuk, hogy figyeljen ezen csoportokra – hanem arra, hogy a menedzsmentnek az ezen jog által szabott keretek között kell maradnia. Másként fogalmazva: az itt elemzett kérdés az volt, hogy az e keretek között maradó menedzserekkel szemben milyen további elvárásokat támaszthatunk.

8.3. A MENEDZSMENT ÉS A BEFEKTETŐK KÖZÖTTI ÉRDEKÜTKÖZÉST CSÖKKENTŐ MECHANIZMUSOK

A menedzsmentet sok módszerrel, jogi és jogon kívüli eszközökkel próbálják rávenni arra, hogy olyan döntéseket hozzon, amelyek nem ellentétesek (vagy legalábbis csak ritkán ellentétesek) a „megbízó” akaratával.

Ilyen eszköz a sértett közvetlen fellépése. Ennek Albert O. Hirschman híres modellje (Hirschman [1995]) szerint két nagy formája létezik: a tiltakozás és a kivonulás jellegű reakció.⁹⁰

- *Tiltakozás* esetén a sértett továbbra is kapcsolatban marad a szolgáltatóval, de megpróbálja befolyásolni annak magatartását, javítani a szolgáltatás minőségét. A társaságok működése esetén, a menedzsmenttel szembeni tiltakozás kézenfekvő formája az, amikor a tagok, a társaság szervezetén belül fellépnek a menedzsmenttel szemben – elbocsátják őket, vagy elutasítják az előterjesztéseiket. Másik gyakori formája a menedzsment polgári-, vagy büntetőjogi felelősségrevonásának kezdeményezése.
- *Kivonulás* esetén az elégedetlen fél elhagyja a szolgáltatót, megszakítja vele a kapcsolatot. Ez a társasági tag esetében elsősorban a részesedések értékesítésén keresztül valósulhat meg.

Komoly, de közvetett ösztönző hatása van a *csődveszélynek* is: amennyiben a menedzsment döntései károsak a társaság (és a tagság) számára, akkor nő annak az esélye, hogy a nem teljesített ígéretek miatt a hitelezők a társaság felszámolását kezdeményezik. Ilyenkor a menedzsereinek munkaerőpiaci, gazdasági megítélése általában erőteljesen romlik – épp ezért ennek elkerülése igen fontos motiváló erő.

Ezen eszközökkel a későbbi fejezetek foglalkoznak majd. (A társaságon belüli fellépéssel a 9., a felelősség kérdéseivel a 11., a részesedések értékesítésének lehetőségével a 10., míg a felszámolással a 12. fejezet.) Ebben a fejezetben, ebben az alfejezetben két további ösztönzőt tárgyalok csak:

1. Erősen befolyásolja a menedzsment döntéseit annak bérezése, jutalmazása.
2. Hat a döntéseire az adójog is: egyes lépéseket relatíve olcsóbbá tehet, másokat megdrágíthat.

⁸⁹ Ezekkel a kérdésekkel a közgazdaságtan, a joggazdaságtan más területei (a közösségi gazdaságtan, a szabályozásgazdaságtan, a kártérítési, szerződési jog közgazdaságtana) foglalkoznak

⁹⁰ A kivonulás és tiltakozás modelljét alkalmazza a társasági működésre Paul Milgrom és John Roberts is (Milgrom – Roberts [2005] 667.)

8.3.1. A menedzsment javadalmazása: ösztönző rendszere

A menedzsment bérezési, jutalmazási rendszere tekinthető a negyedik fejezetben látott ösztönző bérezésnek – néhány speciális, csak a menedzsment-ösztönzésre jellemző technikával kiegészítve. Azonban azt is láttuk e fejezet elején, hogy ez a jövedelem egyben a „vagyon elfolytatásának” egyik kézenfekvő eszköze is.

Erős vagy gyenge ösztönzők. A negyedik fejezetben megkülönböztettem az erősebb és a gyengébb ösztönzőket – ehhez hasonlóan a menedzsment ösztönzését is lehet erősíteni vagy gyengíteni. Ha a jövedelme és a vállalat nyeresége között szorosabb a kapcsolat, akkor az ösztönző erősödik. De persze a menedzsment esetén is megvan a kapcsolat az ösztönzők ereje és a kockázat nagysága között: kockázatkerülő döntéshozók kevésbé szívesen vállalnak feladatot a nagyon erős ösztönzést alkalmazó társaságokban, mert ez azt is jelenti, hogy nagyobb a kockázat a menedzsmenten.

A menedzsment és a „klasszikus munkavállalók” között helyezkednek el a középvezetők, akiknek a bérezése jól mutatja, hogy ugyanazok a problémák jelentkeznek vezetői szinten is, mint a munkavállalóknál. A legfontosabb ezek közül a teljesítménymérés problémája.

Gyakori, hogy a részleg által termelt profit alapján próbálják értékelni a vezetők teljesítményét. Amennyiben azonban a költségek és a bevételek szervezeten belüli megosztása nem tükrözi tökéletesen a valós értékeket (márpedig tökéletesen soha nem tükrözheti), akkor az egyes részlegek közötti kapcsolatot ez a teljesítményértékelési rendszer rongálhatja. Mindegyik részleg arra fog törekedni, hogy a többiek rovására is növelje a nála kimutatott nyereséget. Például úgy, hogy visszatartja a többiek elől az információkat, vagy úgy, hogy a többi szervezeti egység számára nyújtott szolgáltatásokat fogja visszafogni.

Máskor a középvezetők közötti differenciálás a vezetett részleg, csoport, stb. nagysága, létszáma alapján történik. Ez viszont nyilvánvalóan magával hozza, hogy a vezetők az alájuk tartozó létszám emelésében lesznek érdekeltek. (Milgrom – Roberts [2005] 563.)

Speciális menedzsment-ösztönzők: részesedések és opciók. A felső vezetők jövedelmében helyet kapnak a rövidebb távú célok eléréséhez kötődő prémiumok, bónuszok és a társaság hosszabb távú eredményeihez kötődő elemek is. Utóbbi formája lehet (Walker [2012] 236-238.)

- (i) a társasági részesedés (ingyenes, vagy kedvezményes áron történő) nyújtása – ezt a társasági részesedést általában ezt követően meghatározott ideig (néhány évig) nem értékesítheti a menedzser ;
- (ii) a részesedés vásárlására szóló opció – vagyis olyan jog, amelynek alapján a menedzser meghatározott (általában az opció biztosításának pillanatában érvényes) áron vásárolhat adott idő (néhány év) múlva részesedést. Ezzel a joggal azonban nem kötelező élnie.

Mindkét megoldás a negyedik fejezetben látott halasztott bérezés speciális formájának tekinthető: a mai döntései jutalmát az adott időszak (néhány év) elteltével kapja csak meg a menedzser. Ugyanakkor a részesedés értékében bekövetkező rövidtávú (adott időszak alatt „lecsengő”) hullámzások nem érintik azt – ezek kockázatát leveszik a menedzserről.⁹¹

⁹¹ Más kérdés, hogy onnantól, amikor a részesedés forgalmazhatóvá válik, ezek a rövidtávú hatások is hatni fognak a menedzsment jövedelmére. Vagyis inentől a menedzseri részesedés a rövidtávú célokhoz kötő „premiálási rendszerré” válik.

Bár mindkét megoldás a részesedések piaci értékéhez köti a jövedelmet, de míg a részesedés juttatása ezt – pénzügyi kifejezéssel élve – lineáris formában teszi, addig az opció nem. *Lineáris kapcsolat* alatt azt értjük, hogy a részvény értékének 1.000 egységgel való emelkedése vagy csökkenése ugyanennyivel emeli vagy csökkenti a menedzser vagyonát. A részesedésnél ez a helyzet. Az opciónál ez csak akkor érinti a menedzserek jövedelmét, ha él vele. És csak akkor fog élni vele, ha az opcióban garantált ár elmarad az aktuális piaci értéktől. Vagyis 1.000 egységnyi növekedés ugyanennyivel növeli a menedzser jövedelmét – viszont 1.000 egységnyi csökkenés nem érinti azt, mert alacsony árnál a menedzser nem él az opcióval. Ez az aszimmetria nagyobb kockázatvállalásra ösztönzi a menedzsereket. (Choe [2001, 2003], Milgrom – Roberts [2005] 567., Walker [2012] 241.)

Mivel az opció és a korlátolt felelősség hatásmechanizmusa hasonló, így itt is ugyanazt a számpéldát használom szemléltetésre. Amennyiben a menedzser felvállalja az A vállalati programot, akkor a részesedésének értéke négyféleképp alakulhat: a *maihoz képest* nőhet 11-gyel, 1-gyel, csökkenhet 1-gyel, vagy 10-zel – az esély mindegyikre 25%. Ha társasági részesedéssel rendelkezik, akkor ennek a programnak a várható hozama 0,25. Ha opciója van, akkor nem fog vásárolni amennyiben veszteséges lesz a program – vagyis azokban az esetekben „nullán lesz”. Az opció értéke 3 ($= 0,25 \times 11 + 0,25 \times 1 + 0,5 \times 0$). Vagyis opció mellett nagyobb az ösztönzése, hogy belevágjon ebbe a programba.

Ha lehetősége van a B programot is választani, és azt választaná, akkor a részesedésének várható értéke 0,25-tel csökkenne. Viszont az opció ekkor is 3 várható nyereséget hozna neki. Vagyis míg részvénytulajdon esetén ezt a programot biztos nem választaná (az A-t pedig attól függően, hogy mennyire kockázatkerülő) opciós jog esetén a két program ugyanolyan vonzó a számára

	A program	B program
A (Pr=0.25)	11	11
B (Pr=0.25)	1	1
C (Pr=0.25)	-1	-1
D (Pr=0.25)	-10	-12
A részesedés várható érték	0.25	-0.25
Az opció várható értéke	3	3

Ugyanakkor mindkét megoldást sok kritika éri – mert mindkettő arra a feltevésre épít, hogy a társasági részesedések értéke jól jelzi a vállalat értékét, hosszabbtávú kilátásait. Ezt sokan kétségbe vonják. (Milgrom – Roberts [2005] 574., Klein et al [2010] 443.) Különösen komoly probléma ez akkor, ha a menedzsment – például az információk nyilvánosságra hozatalával, vagy éppen visszatartásával – képesek befolyásolni ezt az értékelést. (Erről a tizedik fejezetben a bennfentes kereskedelem kapcsán lesz szó.)

Más megoldások. A részesedések és az opciók mellett kialakultak más ösztönzési megoldások is – amelyek nem kapcsolják a jövedelmet a piaci árak alakulásához. Ilyen az a rendszer, amikor a béreket a menedzser által előterjesztett és a vállalat vezető testületei által elfogadott javaslatok számához, volumenéhez kötik. (Ez a rendszer – természetesen – csak akkor működőképes, ha a projektek elfogadásakor magas standardokat alkalmaz a vállalat.) (Milgrom – Roberts [2005] 567-568.)

Alternatív közgazdaságtani magyarázatok a menedzsment bérezésére. Eddig az ún. *hatékony szerződések hipotézise* alapján elemeztem a bérezési sémákat. Ez abból a feltételezésből indul

ki, hogy a vállalatok a hatékony ösztönzési és kockázatmegosztási formát keresik – vagyis, ha adott megoldás elterjed és fennmarad, akkor az vélhetően ilyen. Ezt a hipotézist azonban több kritika is éri. (Core et al [2003], Walker [2012] 234.)

A fő kérdés: mi okunk lenne feltételezni, hogy a menedzsment bérezése akár a tagok, akár az egyéb érintettek céljait szolgálja? Az egész ösztönzési probléma lényege az, hogy mérsékelni akarjuk a menedzsment önérdékkövetését, az információs előnyét. De ha így van, akkor miért gondoljuk, hogy az ösztönző rendszer kiépítésére nem ugyanez az önérdékkövető, információs előnyét kihasználó menedzsment tesz javaslatot? Ezért az ösztönző rendszer sem magyarázható azzal, hogy mi a jó a tagoknak, vagy az érintettek összességének – csak azzal (vagy elsősorban azzal), hogy a menedzsment ezen az úton is vissza akar élni a lehetőségeivel, vagyont akar „elfolyatni”. (Bebchuk et al. [2001], Atanasov et al. [2012] 421., 426.)

8.3.2. Adószabályok

A menedzsment döntései nem csak a társaság tagjait és érintettjeit sérthetik, hanem az adóbevételek is csökkenhetnek miattuk. Éppen ezért az adóhivatal, illetve az adójog alkotói is próbálhatnak lépéseket tenni egyes menedzsment-döntések, például a vagyon „elfolyatás” ellen. Pontosabban azok közül néhány ellen.

Profitcsökkenés. Amikor a menedzsment a szabad cash-flowt fölösleges kiadásokra fordítja, és nem nyereségként mutatja ki, akkor ez a társasági adó alapját is csökkenti. Ez elvileg az adópolitikát is lépésekre kell, hogy ösztönözze. Ez történik például az ún. transzferárazás szabályozásakor is, amikor az adórendszer arra figyel, hogy adott vállalatcsoporton belüli (különösen) szolgáltatásnyújtás esetén az egyik vállalat által a másikkal nyújtott szolgáltatás ne legyen túl, vagy alulárzva, hogy ennek révén áramoljon a jövedelem egy magasabban adózó vállalatától egy alacsonyabban adózóhoz (például veszteségeshez). (Atanasov et al. [2012] 421-422.)

Más esetekben viszont nem csökken – jelentős mértékben – a nyereségadó alapja. Például, ha a vállalat piaci ár felett vásárol nagy értékű eszközt, akkor ez adott évben nem csökkenti jelentősen a kimutatott nyereséget, hiszen nem a kiadásokat vonjuk le a bevételből, hanem az éves amortizációt. (Atanasov et al. [2012] 429.)

Ellentételező hatások. Ugyanakkor figyelembe kell venni azt is, hogy az a jövedelem, ami kikerül a vállalat vagyonából valaki máshoz kerül – és ezen más szereplőnél adóalapot emelhet. Amennyiben a társaság (például a menedzsereknek) extra magas jövedelmet fizet, akkor az náluk személyijövedelemadó-alapot teremt. Amennyiben más vállalatától vásárol piaci áron felül, akkor az a másikkal bevétel – ott nő az adóalap. A vagyon elfolyatásának adóbevételekre gyakorolt hatása ezért nem egyértelmű.⁹² Ezen ellentételező hatások (más adók növekedése) miatt az adórendszer nem minden profitcsökkenésre reagál – szemben azzal, hogy a profitcsökkenés a tagságnak mindig veszteség.

⁹² Itt persze figyelembe kell venni, hogy amennyiben a vállalat nyeresége ilyen módon – vásárlások révén – más vállalatokhoz kerül, ott nem feltétlenül növeli az adókötelezettséget: amennyiben azok veszteségesek, akkor ez a pluszjövedelem csak csökkenti a veszteséget, az adókötelezettség ugyanúgy nulla marad.

Nem meglepő, hogy elsősorban akkor lép egy nemzeti adórendszer az ilyen profitsökkenés ellen, ha az adóalap más országba kerül. Például, ha az adósvétel, a jövedelemtranszfer országhatárt lép át. (Atanasov et al. [2012] 426.)

8.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

E fejezetben is több olyan téma bukkant fel, amely más területek elemzésekor is fontos lehet.

- A standardizálással kapcsolatos hatékonysági modell az információgyűjtés költségének csökkentésével magyarázza az ilyen standardizálás hatékonyságát; de vigyázni kell: az „egy kaptafára készülő megoldások” nyilvánvalóan nem fognak a legjobban illeni minden helyzetre.
- A komparatív előnyök modellje a munkamegosztás előnyeire irányította rá a figyelmet: a munkamegosztás még akkor is kölcsönösen előnyös, ha olyan félre bízzák egy feladat ellátását, aki csak a partnerénél rosszabbul tudja azt ellátni. A „mindenben jobb” fél ezen is nyer: jobb, ha arra a feladatra specializálódhat, amelyben a legjobb.
- A többcélúság problémája arra világít rá, hogy amennyiben a feladat ugyan világos, de túlzottan sokrétű, túl sok cél elérését várja el valakitől, akkor ezzel nagyon megnehezíti az ilyen fél kontrollját, ő nehezen lesz elszámoltatható.
- Albert O. Hirschman modelljéből azt tanulhattuk meg, hogy a valaki mással, vagy valaki más szolgáltatásával elégedetlen fél a legtöbb esetben választhat két alapvető akció között: kiléphet a kapcsolatból (megszakítja a másik féllel a viszonyt, nem vásárol többet, stb.) vagy hűséges marad a kapcsolathoz, de azon belül tiltakozhat a másikkal.
- Láttuk, hogy ugyanazt a megoldást (esetünkben például a menedzsment ösztönzését) gyakran magyarázhatja az is, hogy a megoldás hatékony (ez volt a hatékony szerződések modellje) és az is, hogy valamelyik fél opportunista módon a maga előnyére szeretne kihasználni egy helyzetet. A két magyarázat közötti választás nem mindig egyszerű – mint az a későbbi fejezetek kapcsán majd több kérdés (például a tőkepiac működése) kapcsán is látszik majd. Ez legalábbis óvatosságra inthet minket, amikor egy megoldást egyértelműen hatékonynak, vagy nyilvánvalóan opportunista motivációjúnak gondolunk: majd mindig van esély arra, hogy a másik magyarázat igaz.

IRODALOMJEGYZÉK

Anderson, Gary – Robert T. Tollison [1983]: The myth of the corporation as a creation of the state. *3 International Review of Law and Economics*. 107-120

Armour, John– Henry Hansmann – Reinier Kraakman [2009]: What is Corporate Law? in: Reinier Kraakman – Paul Davies – Henry Hansmann – Gerard Hertig – Klaus Hopt – Hideki Kanda – Edward Rock (szerk.): *Anatomy of Corporate Law* (2nd edition) Oxford University Press, Oxford 1–34.

Atanasov Vladimir – Bernard Black – Conrad C. Ciccitello [2012] Self-Dealing by Corporate Insiders: Legal Constraints and Loopholes. in

- Bainbridge, Stephen M. [2002]. Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance *97 Northwestern University Law Review* 547-606.
- Bainbridge, Stephen M. [2007]: Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency. *Journal of Business and Technology Law* 2007. 335-370
- Bainbridge, Stephen M. [2012]: Director Primacy. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 17-32.
- Bartus Gábor – Szalai Ákos [2014]: *Környezet, jog közgazdaságtan*. Pázmány Press, Budapest
- Bebchuk, Lucian – Jesse Fried – David Walker [2002]: Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *69 University of Chicago Law Review*. 751-846.
- Bhagwati, J. N. and Srinivason, T. N. [1980]: Revenue Seeking: A Generalisation of the Theory of Tariffs *88 Journal of Political Economy*, 1069-87.
- Bhagwati, J. N. and Srinivason, T. N. [1982]: Revenue Seeking: A Generalisation of the Theory of Tariffs – a Correction. *90 Journal of Political Economy*. 188-90
- Blair, Margaret M. – Lynn A. Stout [1999]: Team Production in Business Organizations: An Introduction, *24 Journal of Corporation Law*. 743-750
- Blair, Margaret M [2012]: Corporate Law and the Team Production Problem. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 33-51.
- Choe, Chngwoo [2001]: Maturity and exercise price of executive stock options. *10 Review of Financial Economics*. 227-250
- Choe, Chngwoo [2003]: Leverage, volatility and executive stock options. *9 Journal of Corporate Finance* 591-609
- Ciepley, David [2013]: Beyond Public and Private: Toward a Political Theory of the Corporation. *107 The American Political Science Review*. 139-158
- Core, John E. – Wayne R. Guay – David F. Larcker [2003]: Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *9 FRBNY Economic Policy Review*. 27-50
- Djankov, Simeon – Rafael La Porta – Florencio Lopez-de-Silanes – Andrei Shleifer [2008]: The law and economics of self-dealing. *88 Journal of Financial Economics*. 430-465
- Gordon, Elizabeth A. – Elaine Henry – Darius Palia [2004]: Related Party Transactions and Corporate Governance *9 Advances in Financial Economics* 1-27.
- Greenfield, Kent [2008]: Defending Stakeholder Governance. *58 Case Western Reserve Law Review* 1043-1065
- Hansmann, Henry – Reinier Kraakman – Richard Squire [2006]: Law and Rise of the Firm. *119 Harvard Law Review*. 1335-1404
- Heyne, Paul – Peter Boettke – David Prychitko [2004]: *A közgazdasági gondolkodás alapjai*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest

- Hirschman, Albert O. [1995]: *Kivonulás, tiltakozás, hűség*. Osiris, Budapest
- Johnson, Lyman – David Millon [2014/2015]: Corporate Law after Hobby Lobby *70 Business Lawyer* 1-31
- Johnson, Simon – Rafael LaPorta – Florencio Lopez-de-Silanes – Andrei Shleifer [2000]: Tunneling. *90 American Economic Review Papers and Proceedings* 22-27.
- Klein, William A. – John C. Coffee Jr – Frank Partnoy [2010]: *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*. 11th edition. Foundation Press, New York.
- Krueger, Anne O. [1974/2004]: A járadékvadász társadalom politikai gazdaságtana. *9 Századvég* 107-128
- La Porta, Rafael – Florencio Lopez-de-Silanes – Andrei Shleifer – Robert Vishny [1998]: Law and Finance. *106 Journal of Political Economy* 1113-1155.
- Lee, Ian B. [2012]: The Role of the Public Interest in Corporate Law. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 106-129
- Macey Jonathan R [2014]: Corporate Social Responsibility: A Law & Economics Perspective *17 Chapman Law Review* 331-353
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Millon, David [2013]: Radical Shareholder Primacy. *10 University of St. Thomas Law Journal* 1013-1044.
- Mitchell, William C. - Munger, Michael C. [2004]: Az érdekcsoportok közgazdasági modellje. *9 Századvég* 129-170
- Moór Gyula [1931]: *A jogi személyek elmélete*. Budapest, MTA Jogtudományi Bizottság kiadványsorozata, Budapest
- Smith, Adam [1776/1940/2011]: *Vizsgálódás a nemzetek jólétének természetéről és okairól*. Napvilág Kiadó, Budapest (reprint: Magyar Közgazdasági társaság? Budapest, 1940)
- Stout, Lynn [1995]: Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation. *81 Virginia Law Review*. 611-712.
- Stout, Lynn [2017]: The Economic Nature of the Corporation, in: Francesco Parisi (szerk.): *The Oxford Handbook of Law and Economics Volume 2: Private and Commercial Law*. Oxford University Press. Oxford 337-357
- Tollison, R. D. (1982) 'Rent Seeking: A Survey', *Kyklos*, 35, 4, pp. 575-602.
- Tullock, Gordon. (1967) 'The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies and Theft', *Western Economic Journal*, 5, 3, pp. 224-32.
- Walker, David L. [2012]: The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 232-252

FOGALMAK

Képviselési probléma	Új típusú ügynökprobléma
Standardizálás	Profitmaximáláson túli tagi érdek
Munkamegosztás	Menedzsment elsődlegességének érve
Komparatív előnyök	Társaság hosszútávú érdeke
Erős vs. gyenge morális kockázat (menedzsment esetén)	Kivonulás vs. tiltakozás
Vagyon elfolytatása [tunneling]	Társasági részesedés mint menedzsmentösztönző
Járadékvadászat	A részesedés vásárlására szóló opció
Társaságok társadalmi felelőssége	Hatékony szerződés –
Koncessziós érv (társadalmi felelősség mellett)	menedzsmentösztönzőknél
Hatalmi érv (társadalmi felelősség mellett)	Önérdekkövetés – menedzsmentösztönzőknél
Többcélúság problémája	Transzferárazás
Relatív homogenitás hipotézise	

9. A TÁRSASÁGIRÁNYÍTÁS – CORPORATE GOVERNANCE

Hogyan jelentkezik a kollektív cselekvési probléma a különböző társaságokban? Mennyiben befolyásolja ez a menedzsment hatalmát – a menedzsment ellenőrzésének lehetőségét? Hogyan küzd a kollektív cselekvési probléma ellen a társasági jog? Milyen szervei vannak a társaságnak, amelyek korlátozhatják, ellenőrizhetik a menedzsment döntéseit, amelyek révén csökkenteni lehet a morális kockázatot? Milyen döntési jogosítványa lesz ezeknek, mikor léphetnek fel a menedzsmenttel szemben? Kik vehetnek részt ezen szervezetek döntéseiben? Milyen döntési folyamat végeredményeként hozhatnak döntést? Kik segítik a munkájukat – kik látják el őket a döntésekhez szükséges információkkal? Mely információk jutnak el a tagokon kívül a társaság más érintettjeihez is?

Az előző fejezetben látott morális kockázat sok esetben felmerül – nem csak a menedzserek kapcsán. Láttuk például a munkavállalók helyzetének elemzésekor is. A társasági menedzsment kapcsán azonban egy további elem is bonyolítja a helyzetet: sokszor nem egy megbízó van, hanem sok. Ha el is fogadjuk a tagi érdek elsőbbségét, akkor is kezdeni kell valamit azzal, hogy egy társaságnak általában több tagja, befektetője van. Ha pedig a társadalmi felelősség elvárását valljuk, akkor a probléma még súlyosabb: sok, erősen különböző érdekekkel bíró megbízóról beszélhetünk. Sok megbízónak kellene közösen tenni a menedzsment kordában tartása érdekében. Ez a *kollektív ellenőrzési probléma* lényege. Erre kell a társasági jogban megoldást találni – ez az, amit angolul a társaság kormányzása [corporate governance] néven ismerünk. Nem feltétlenül elég annyit mondani – mint az előző fejezetben tettem –, hogy bizonyos döntéseket a tagoknak adunk: a tagok döntését erősen befolyásolja az, ha a kollektív ellenőrzési probléma miatt az egyes tagok potyáznak. Gyakori, hogy ugyan elvileg a döntést „kivesszük” a menedzsment kezéből, a tagok hozzájárulásához kötjük, vagy a tagok kezébe adunk a menedzsmenttel szembeni ellenőrzési jogokat, de a gyakorlatban a döntés ugyanúgy a menedzsmentnél marad. Azért történhet ez, mert a menedzsment előterjesztései „gond nélkül” mennek át a tagokon – nem vállalja közülük senki azt, hogy utánajárjon: lenne-e a társaság (a tagok) számára kedvezőbb alternatíva is, amit valamiért a menedzsment nem ajánl fel.

A társaságirányítás a vállalati döntések meghozatalának rendjét írja le. Ez definiálja, hogy az egyes érintetteknek – és persze kiemelten: a befektetőknek, a tagoknak – milyen beleszólásuk lehet a társasági döntésekbe. A vállalatirányítás értékelésekor általában két szempontot tart szem előtt a joggazdászok. Egyrészt azt, hogy ez a szervezet képes-e érdemben ellenőrizni, korlátozni a menedzsment döntéseit, megakadályozni (ellenőszüntetni) a menedzsment önérdékkövetését. Másrészt ez a szervezet az, amelyben eldől, hogy a különböző érintettek eltérő érdekei miként érvényesülhetnek a társaságban.

Láttuk az előző fejezet végén, hogy a morális kockázat kezelésének csak egyik módja a társaságirányítási megoldás. Ugyanakkor az elmúlt néhány évben, évtizedben – különösen a nagy intézményi befektetők terjedésével – úgy tűnik, egyre nagyobb szerepet kap. Már csak azért is, mert a többi eszközzel szemben komoly fenntartások fogalmazódnak meg. A menedzserek jogi felelősségre vonását, a velük szemben indított kártérítési pereket (amit Hirschman felosztása alapján a másik tiltakozási formának neveztem) az irodalom mindig is gyenge eszköznek tartotta – többek között az elkerülhetetlen bizonyítási problémák miatt.

(Erre a tizenegyedik fejezet tér majd ki.) A tőkepiaci ösztönző – a kivonulási opció – a rossz menedzsmentdöntéseknek száma, súlya és az ellenséges felvásárlás esélye közötti összefüggés szintén nagyon gyengének tűnik. (Bebchuk et al [2001])

Az első alfejezet a kollektív ellenőrzés, a kollektív cselekvés problémáját járja körül. Láttuk már fent is, hogy félő: az érintettek, akiknek érdekük lenne ugyan a menedzsment korlátozása, potyázni fognak és nem tesznek ezért. Ebben az alfejezetben egy kicsit pontosabban megvizsgáljuk, hogy miért is potyáznának, mi az, ami ezt az ösztönzőt erősítheti és gyengítheti – látjuk majd, hogy az ellenőrzés elmaradása nem ugyanolyan komoly veszély minden vállalat esetén. A második alfejezet a társaságirányítás „alapintézményének” a taggyűlésnek a felépítésével, hatáskörével, működési, döntési mechanizmusával foglalkozik. A harmadik alfejezet pedig azokkal a szervezetekkel (bizottságokkal, egyszemélyi felelősökkel) foglalkozik, akik a menedzsment ellenőrzésében szerepet kaphatnak – adott esetben a jog kifejezetten elő is írja ezen szervezetek létét, máskor a társaság döntésére bízza, hogy kívánnak-e ilyeneket létrehozni.

Mielőtt hozzákezdünk, egy definíciós kérdésre ki kell térni: a magyar jog a különböző vállalati formák esetén más-más névvel illeti a tagok testületét. Ebben a szövegben – mivel a különböző szervezetek működésének közös pontjaira figyelünk – egységesen kezelem ezeket, és közgyűlésnek vagy taggyűlésnek fogom nevezni. A közgyűlés és a taggyűlés egymás szinonimái ebben a szövegben (A többi szervezet elnevezésében a jog nem tesz különbséget vállalati formák szerint, így ott ilyen probléma nem merül majd fel.)

9.1. A KOLLEKTÍV CSELEKVÉS PROBLÉMÁJA

A kollektív ellenőrzés problémáját fönt úgy definiáltam, mint amikor

- igaz ugyan, hogy az ellenőrzés, a menedzsment kordában tartása minden tagnak, illetve minden érintettnek jó lenne, *ha* mindenki kivenné belőle a részét (vagyis igaz, hogy az ellenőrzés egy főre jutó haszna nagyobb, mint az egy főre jutó költsége), de
- egyénileg mindenki akkor jár a legjobban, ha a többiek nélküle érik el ezt – vagyis, ha ő potyázhat, és nem kell e döntések költségeit is viselnie (nem kell részt vennie az ellenőrzésben, szankcionálásban).

Ez a helyzet azért áll(hat) elő, mert a menedzsment döntései – közgazdasági fogalommal – *közjóságnak* tekinthetők: annak hatásaiból a csoport tagjait nem lehet kizárni, mindenki ugyanazt kapja. Ha például a menedzsment döntései a hatékony ellenőrzés miatt javulnak, akkor a hasznok elérhetőek lesznek azon tagoknak, érintetteknek is, akik semmit nem tettek a menedzsment korlátozása érdekében. Ilyen közjóságok esetén előfordul a klasszikus fogolyilemma, amikor mindenki potyázik.⁹³

A klubjóságok esetén könnyen előállhat fogolydilemma: mindenki potyázni szeretne és ezért nem is áll elő a közjóság – esetünkben mindenki potyázik, ezért senki nem ellenőrzi a

⁹³ Pontosabban: mivel csak a tagok, az érintettek és nem „mindenki” számára teremt hasznot, vagy költséget az ellenőrzés, vagy egy társasági döntés, így ezt inkább klubjóság: csak a vállalattal kapcsolatba kerülők csoportját, „klubját” érintik ezek. Tiszta közjóságról akkor beszélünk, ha mindenkit érintene, nem lennének az érintetteken (a klubon) kívül maradók.

menedzsmentet. Ez különösen a sok taggal rendelkező vállalatok esetén jól ismert jelenség. Ezt írja le a társasági jogi irodalomban Adolf Berle és Gardiner Means (Berle – Means [1932]). De már lényegesen korábban megjelent például a magyar jogi irodalomban is Koncz Ödön révén:

Nemzetgazdasági szempontból a részvénytársaság egyik legnagyobb árnyoldalát képezi, hogy a sokak által összehordott vagyon könnyen lehet senkié, és azzal, mint uratlan jószággal rendelkeznek az igazgatósági tagok, egyéni érdekeiknek megfelelően. (Kuncz [1909] 4.)⁹⁴

De a közgazdaságtan azt is megmutatja, hogy nem minden közjószág esetén áll elő fogolydilemma: vannak helyzetek, amikor nem mindenki potyázik, amikor egy ember, vagy egy kisebb csoport, vagy éppen mindenki fellép a közös cél érdekében – és azt el is éri. Megoldást találnak a kollektív cselekvés problémájára. A közgazdaságtan több ilyen esetet is ismer – és a modelljei ennek okait is azonosítják. Olyan módon mutatja meg ezt a közgazdaságtan, hogy minden szituáció esetén megkeresi azt, hogy mi annak az ún. Nash-egyensúlya. Ez az a helyzet, amikor minden csoporttag olyan dolgot csinál, amitől egyikük sem akar egyoldalúan eltérni. Másképp fogalmazva: olyan helyzet, amikor senkinek nem éri meg egyoldalúan változtatni a magatartásán. Ez a Nash-egyensúly sok közjószág esetén olyan, amikor a tagok (vagy azok közül egy vagy néhány ember) előállítják a közjószágot. Társaságok esetén ez azt jelenti, hogy vannak olyan társaságok, vállalatok, amelyekben ellenőrzik a menedzsmentet. Az ilyen kollektív cselekvést magyarázó modellek közül kettőt mutatok most be: Mancur Olsonét és Elinor Ostromét – mindkettő könnyedén alkalmazható a társasági működés modellezésére is.

9.1.1. Mancur Olson kollektív cselekvés modellje

Mancur Olson fő megállapítása (Olson [1965/1997]): az, hogy egy csoport megoldja-e a kollektív cselekvési problémát, vagy benne ragad a fogolydilemmában, attól függ, hogy a csoporton belül hogyan oszlanak meg a költségek és a hasznok. Három csoporttípust különböztet meg:

- a látens csoportot, amelyben általános lesz a potyázás,
- a köztes (közepes) csoportot, amikor a csoport egy része „összeáll” és közösen fellép, és
- a privilegizált csoportot, amikor van egy csoporttag, aki egyedül is előállítja a közjószágot (ellenőrzi a menedzsmentet).

Látens csoport. A látens csoportra jellemző az, hogy az általános potyázás a Nash-egyensúly. Ez a klasszikus *fogolydilemma*. Ilyenkor a potyázás mindenkinek a *domináns stratégiája*: bármit is csinál a többi csoporttag (ha fellépnek a menedzsmenttel szemben, ha nem), az egyes emberek számára a legjobb mindig az, ha ők nem tesznek semmit. Ha a fellépés sikeres úgyszólván megkapják annak hasznait – ha sikertelen, akkor legalább nem áldozták erre idejüket, energiájukat, forrásaikat. Ezért a csoport nem is fog fellépni a közös cél érdekében, a menedzsmentet nem fenyegeti a veszély, hogy rossz döntéseit számon kérik (vagy, hogy a tagok a számukra rossz előterjesztéseit leszavazzák).

Azt, hogy a fogolydilemmában a potyázás miért domináns stratégia a 9.1. ábra mutatja be. (Az egyszerűség kedvéért itt csak két tagot tételezünk, de felírható lenne a szituáció sok tagra is – csak lényegesen bonyolultabb ennek felírása.) Tegyük fel, hogy amennyiben egyik fél sem lép, akkor mindketten ugyanolyan helyzetben maradnak – a hasznuk 0. Ha valaki fellép a menedzsmenttel szemben, akkor abból ketten összesen 6 egységnyi hasznot kapnak: mindketten 3-at. Az ellenőrzés

⁹⁴ Idézi Sobor [2014] 351.

költsége pedig 4. Ha valaki egyedül vállalja fel az ellenőrzést, akkor bukik 1-et (3-at nyer, de a 4 költséget be kell vállalnia). Ha viszont megosztoznak a költségeken, akkor fejenként csak 2-2 költséget kell bevállalni – így az egyéni haszon 1 lesz.

		2. fél	
		fellép	potyázik
1. fél	fellép	1 ; 1	-1; <u>3</u>
	potyázik	<u>3</u> ; -1	<u>0</u> ; <u>0</u>

9.1. ábra. Fogolydilemma

A Nash-egyensúlyt kell keresni. Ezt akkor találhatjuk meg, ha azt kérdezzük: mi lenne adott döntéshozónak a legjobb döntés, ha biztosak lehetnének abban, hogy a másik így vagy úgy cselekszik. Például, ha az 1. fél tudná, hogy a 2. fél fellép a menedzserrel szemben, akkor neki jobb, ha nem lép: ha ő is csatlakozik a fellépéshez, akkor csak 1-et kap (mert a költségeket is viselnie kell), ha nem lép, akkor 3-at. Mivel ez a jobb, így húzzuk alá ezt! Ez volt az 1. oszlop – nézzük most a 2. oszlopot, vagyis, ha tudjuk, hogy a másik nem fog fellépni, potyázni fog. Az 1. félnek itt is a potyázás a jobb, mert 0 nagyobb, mint -1. Ezt is húzzuk alá! Vegyük észre, hogy mindkét oszlopban a potyázást húztuk alá – bármit is csinál a 2. fél az 1. számára a potyázás a jobb választás. Ezt jelenti az, hogy a potyázás a *domináns stratégia*.

Ugyanezt nézzük meg a 2. fél esetére is! Előbb elemezzük le az 1. sort, vagyis amikor abból indul ki, hogy az 1. fél fellép! A 2. félnek jobb a potyázás (3-at hoz), mint a csatlakozás a fellépéshez (az csak 1-et). A második sorban pedig – vagyis, amikor úgy véli, hogy az 1. fél potyázni fog – szintén jobb a potyázás (a status quo), mint a fellépés (ami 1 veszteséget jelent). Itt is mindkét sorban, jobb a potyázás – a 2. félnek is ez a domináns stratégiája.

A Nash-egyensúly pedig az a helyzet, amikor az adott cellában mind a két kifizetés alá van húzva. Itt a kölcsönös potyázás.

Ugyanakkor az ilyen költség és haszonviszonyokkal, a fogolydilemmával jellemezhető csoport is megoldja időnként a kollektív cselekvés problémáját, és fellép a közös cél érdekében. Ez elsősorban akkor történik, ha előáll a harmadik fejezetben látott ismétlődés, amelynek révén a potyázókat rá lehet venni a részvételre: adott esetben ugyan jobban járnának, ha kimaradnának a közös fellépésből, de a csoport olyan jövőbeni szankciókkal fenyegetheti a kimaradókat, amelyek miatt inkább mégsem potyáznak. Ilyen helyzet egy vállalat esetében akkor állhat elő, ha

- a csoport elég sokáig együttmarad, vagyis a tagok ritkán cserélődnek,
- ha könnyen felismerhető, ha valaki potyázik, és
- a tagok képesek valamilyen módon szankcionálni a potyázókat.

Privilegizált csoport. A látens csoporthoz képest, amelyben a fogolydilemma kialakulása, az általános potyázás fenyeget, a másik végletet a *privilegizált csoport* jelenti. Ez majdnem biztosan megszerzi, amire szüksége van, majdnem biztosan ellenőrizni fogja a menedzsmentet. Azért van ez így, mert van egy csoporttag, akinek az ellenőrzésből fakadó egyéni haszna (például a részesedése értékének növekedése) nagyobb, mint az ellenőrzés teljes költsége. Vagyis neki akkor is megéri információt gyűjteni, ellenőrizni a menedzsmentet és a szankciót (például a leváltását) is megszervezni, ha ebben nincs partnere.

Ilyen lehet a helyzet, amikor valaki domináns pozícióban van egy vállalatban – nagy részesedéssel rendelkezik. Ha egy vállalat kevés taggal működik, akkor nagy valószínűséggel

lesz legalább egy ilyen az ellenőrzést egyedül is felvállaló fél. A kisebb csoportok, a kevés taggal működő vállalatok esetén *valószínűbb* ilyen helyzet kialakulása.

De nem minden olyan csoport, nem minden olyan társaság fogja ellenőrizni a menedzsert, ahol van domináns pozícióban levő tag. Probléma keletkezhet ugyanis akkor, ha nem egy, hanem több olyan csoporttag van, akiknek egyedül is megérné a fellépés – és ők tudják is egymásról, hogy a másiknak is megérné egyedül bevállalni az ellenőrzést. Ilyenkor nyilvánvaló, hogy jobb lenne nekik, ha a másik lépne és ők potyázhatnak. Vegyük észre: az egyéni cél itt is a potyázás. De ha megkeressük a Nash-egyensúlyt, akkor azt fogjuk látni, hogy az már nem az általános potyázás, mint a fogolydilemma esetén, hanem olyan helyzet, amikor valamelyik fél a „másik helyett” is el fogja végezni a munkát.

Ilyen helyzetet ír le a 9.2. ábra, amely egy ún. *gyáva nyúl* játékot mutat be.⁹⁵ Módosítsuk az előző fogolydilemma-szituációt annyiban, hogy az ellenőrzés haszna ne 6, hanem 10 legyen – vagyis fejenként 5. Ekkor az egyedül fellépő is 1 egységnyi hozamhoz jut (5 haszon jut rá az ellenőrzésből, de csak 4 költség). A Nash-egyensúly itt az, hogy az egyikük potyázik, a másik pedig fellép – persze az 1. fél azt szeretné, ha a másik vinné el a költségeket, a 2. fél pedig az 1. félén szeretne potyázni.

		2. fél	
		fellép	potyázik
1. fél	fellép	3; 3	<u>1</u> ; <u>5</u>
	potyázik	<u>5</u> ; <u>1</u>	0; 0

9.2. ábra. Gyáva nyúl játék

Közepes vagy *köztes csoport*. A harmadik csoporttípus az, amelyben a felek valóban közösen lépnek fel. (A privilegizált csoportban, ugye, egy szereplő lépett a többiek helyett is.) Itt a Nash-egyensúly a kölcsönös kooperálás. Itt nincs egyetlen kiemelt szereplő, akinek egyénileg is megéri eljárni – ezért nem lesz privilegizált csoport. De nem is lesz látens, nem fog mindenki potyázni. Ennek oka pedig az, hogy itt olyanok a költség- és haszonviszonyok, hogy egy tag hozzájárulása is jelentősen hat a többiekre. A látens csoportban, ha valaki felvállalja, hogy részt vesz az ellenőrzésben, az még nem elég, nem ösztönzi a többieket csatlakozásra – nekik továbbra is a potyázás lesz a domináns stratégiájuk. Ezzel szemben közepes csoportban az, *ha valaki vállalja* a munka rá eső részét, *jelentősen csökkenti a többiekre maradó költséget*. Köztes csoport akkor alakul ki, ha ez a „maradványköltség” annyira lecsökken, hogy egyik vagy másik tag haszna már meghaladja azt. Vagyis neki akár egyedül is megéri csatlakozni az elsőhöz. (*Ha az első valóban megteszi, amit vállalt.*)

Itt nem egyértelmű, hogy a Nash-egyensúlyban mi fog történni – lehet, hogy mindenki potyázni fog, de a közös fellépés is lehetséges. Az ilyen játékokat *kooperációs játékoknak* nevezik: ha ugyanis elindul a kooperáció, akkor a kölcsönös kooperáció lesz az egyensúly.

⁹⁵ A játék a nevét [chicken game], az egymással szemben elinduló autósok „bátorságpróbája”. A szabály, ugye, az, hogy aki előbb elrántja a kormányt, az veszít. A legrosszabb eset viszont az, ha egyikük sem „kooperál”, egyikük sem tér ki.

Ezt a helyzetet a 9.3. ábra reprezentálja. Ez egy ún. *szarvasvadászat játékot* ír le.⁹⁶ A fogolydilemmától abban tér el a helyzet, hogy a fellépés csak akkor ér el eredményt, akkor hozza a 6 egység hozamot, ha mindketten részt vesznek abban. Vagyis annyi változik a fogolydilemmához képest, hogy az egyoldalú fellépés nem hoz eredményt. A Nash-egyensúlyt keresve itt is igaz, hogy ha a másik potyázik, akkor nem éri meg fellépni. Viszont, ha a másik fellép, akkor jobb csatlakozni, mint potyázni, mert a csatlakozással, a sikerrel elérhető 3 egységnyi egyéni haszon meghaladja a fellépés 2 egységnyi költségét.

		2. fél	
		fellép	potyázik
1. fél	fellép	<u>1</u> ; <u>1</u>	-4; 0
	potyázik	0; -4	<u>0</u> ; <u>0</u>

9.3. ábra. Szarvasvadászat játék

9.1.2. Elinor Ostrom modellje

Elinor Ostrom alapvetően szintén nem a vállalatok működését vizsgálta – hanem a közös tulajdonnal kapcsolatos problémákat –, de eredményeit alkalmazhatjuk e területen is. Azt mutatja meg, hogy azok a csoportok küzdik le sikeresebben a kollektív cselekvés problémáját, amelyeknél (Ostrom–Hess [2010], Cole–Ostrom [2012])

- könnyen fel lehet ismerni a közös fellépés költségeit és – főleg – hasznait;
- körülbelül ugyanúgy ítélik meg a tagok ezeket az előnyöket és a hátrányokat;
- erős a tagok között a reciprocitás és a bizalom;
- a csoport stabil, vagyis a tagok sokáig tagok maradnak; ritkán cserélődnek,
- kevésbé értékelik le a jövőt (nem túl magas a diszkontráta), mert a közös fellépés hasznai általában nem azonnal jelentkeznek, szemben azzal, hogy a költségei igen;
- a csoport működése, annak eredménye viszonylag stabil, kicsi az esélye annak, hogy egyik évről a másikra jelentős változások lennének;
- a tagok egyszerűen felismerhetik és szankcionálhatják a potyázókat,
- a döntéseiket (például a menedzsment szankcionálásáról) tiszta szabályok szerint hozzák meg – olyan szabályok szerint, amely bár nem követelnek teljes egyhangúságot, de nem is elég hozzájuk az egyszerű többség.

Ezeket a tulajdonságokat végiggondolva nem nehéz felismerni, hogy Ostrom és Olson modellje közel kerülnek egymáshoz. Mindketten azt mutatják meg, hogy a kisebb csoportok, a stabilabb (ritkábban cserélődő tagsággal rendelkező) csoportok könnyebben lépnek fel – míg a nagyobbak esetén jobban fenyeget a problémákat megoldani képtelen látens csoport jelleg kialakulása.

9.1.3. Társasági jogi relevancia

Látszik a fentiekből is, hogy a menedzsment ellenőrzése attól függ, hogy a csoport összetétele milyen: hány tagja van a csoportnak, van-e domináns tag, mennyire állandó a csoporttagság,

⁹⁶ A példát J.J. Rousseau dolgozta ki: két vadász reggel elindul ugyanarra a helyre vadászni, úgy, hogy tudják, hogy mindkettőjüknek két választása van. Vagy nagyvadra – szarvasra – várnak, vagy apróvadakra is lőnek. Bármelyikük is választja az utóbbit, nagyvadat nem fognak látni. Ha viszont mind a ketten kivárnak és csak nagyvadra lőnek, akkor el is fognak ejteni egyet. A megállapodás az, hogy ilyenkor – bármelyikük is lőtte végül – megosztóznak a zsákmányon. És egy fél nagyvad értékesebb, mint amit kisvadakból el lehetne ejteni.

stb. Olyan társaságok esetén valószínűbb a fellépés, amelyeknek kevesebb tagjuk van, amelyekben a tagság stabilabb társaságok, ahol a tagok jobban ismerik és könnyebben szankcionálhatják (mint a harmadik fejezetben láttuk: nem-jogi eszközökkel könnyebben szankcionálhatják) egymást. Vélhetően a kisebb cégeket, a családi-baráti viszonyokból kinőtt vállalkozásokat írhatjuk így inkább le, míg a piacon befektetőket kereső, nagyobb társaságok azok, amelyeknél a fogolydilemma, a potyázás, a menedzsment ellenőrzésének elmaradása inkább várható.

A privilegizált csoportok modellje értelmében például könnyebben fellépnek a hatalmával visszaélő menedzsmenttel szemben azokban a társaságokban is, ahol van domináns tag. Például, ahol nagy intézményi befektetők jelennek meg tagként könnyebben veszik fel a küzdelmet a menedzsment visszaéléseivel. Már persze akkor, ha nem alakul ki az előző fejezetben látott új típusú ügynökprobléma, és nem kezdik ezek a nagybefektetők a saját hasznukra kihasználni a pozíciójukat.

Ráadásul ezeket az intézményi befektetőket is képviseli valaki. Vagyis vizsgálni kellene, hogy az e szervezetek képviselője, megbízottja nem egyéni hasznait követi-e.

9.2. A TAGGYŰLÉS JOGAI, ELJÁRÁSRENDJE

A társaságirányítás kulcskérdése általában a taggyűlés, közgyűlés jogainak, menetének a szabályozása. Így ide sorolható, hogy

- melyek azok az ügyek, amelyekről csak a taggyűlés dönthet, melyek azok, amelyekben ki kell kérni a véleményét?
- kik szavazhatnak ezen a közgyűlésen, milyen szavazási szabályok szerint dőlnek el az egyes ügyek?
- a tagok csak személyesen vehetnek-e részt a döntéshozatalban, vagy meghatalmazást adhatnak valakinek (kinek, és mennyire lehet nyitott ez a mandátum – mennyire szabadon gyakorolhatja azt a megbízott)?
- ki hívhat össze taggyűlést, milyen kérdésekben (van-e erre joguk a tagoknak is, vagy csak a menedzsmentnek – például a tagok meghatározott nagyságú csoportjának)?
- az összehívott közgyűlés napirendjébe van-e a tagoknak beleszólása, vagy azt a menedzsment (esetleg a felügyelőbizottság) állítja össze?

9.2.1. A taggyűlés jogai

A társasági jog a taggyűlésnek kétféle jogot adhat: döntési és véleményezési jogokat. Előbbi esetben a taggyűlés hozzájárulása nélkül a társaság (a menedzsment) adott lépést nem teheti meg. Véleményezési jog esetén a menedzsmentet csak befolyásolja, de nem kötelezi a taggyűlés véleménye.

Döntési jogok. Tipikusan csak a taggyűlés dönthet a társaság megalapításáról (természetesen, hiszen ekkor menedzsment még nincs is), átalakításáról, megszüntetéséről. Ő dönthet a vállalatirányítás szervezetéről, az ezt leíró alapszabály, társasági szerződés elfogadásáról, módosításáról. Szintén tipikusan az ő hatásköre az éves pénzügyi jelentések elfogadása.

Mint tudjuk, komoly befolyása van a menedzsment döntéseire annak, hogy a tagok elbocsáthatják. Ugyanis (tipikusan) a tagok dönthetnek a menedzsment (az igazgatók, ügyvezetők, stb.) kiválasztásáról, visszahívásáról. Vannak jogok, amelyek kifejezetten a tagok kezébe adják a menedzsment jövedelmének, ösztönzőinek meghatározását is.

A magyar jogban a Ptk. 3:21.§ (3) bekezdése mondja ki, hogy a vezető tisztségviselőt a tagok választják., Sőt, a Ptk. 3:25.§ (2) bekezdése külön ki is emeli, hogy ilyen visszahívás esetén nincs indoklási kötelezettsége a tagoknak.

Szintén láttuk: az ügynökprobléma egyik legfontosabb megjelenési formája a vagyon „elfolyatása” a vállalat és a menedzserek (vagy a menedzserek érdekköre) között létrejött tranzakciók révén. Sok jogrendszerben ezért kötelező a taggyűlés elé vinni az ilyen ügyleteket. Azonban ebben a kérdésben már nagy eltéréseket találunk az egyes jogrendszerek között. Az ilyen ügyletek ugyan mindenhol „magasabb szintű” jóváhagyást követelnek – de ez nem mindig a tagok jóváhagyását jelenti. Van olyan megoldás, ahol elég a többi (az adott ügyben nem érintett) igazgató jóváhagyása. Van, ahol a felügyelőbizottság egyetértése kell ehhez.

A Kft. esetében a magyar jogban a Ptk. 3:188.§ (2) bekezdés mondja ki, hogy „a taggyűlés kizárólagos hatáskörébe tartozik az olyan szerződés megkötésének jóváhagyása, amelyet a társaság saját tagjával, ügyvezetőjével, felügyelőbizottsági tagjával, választott társasági könyvvizsgálójával vagy azok közeli hozzátartozójával köt.”

Véleményezési jog. Egyes jogrendszerekbe (például az amerikaiba) „kompromisszumos megoldásként” bekerült a *kötelező vélemény-nyilvánító szavazás* intézménye: olyan döntések tartoznak ide, amelyekben a menedzsment csak a tagság véleményének kikérése után hozhat döntést. (Például, ha nem is a taggyűlés dönt a vagyon elfolyatásának veszélyét hordozó szerződések jóváhagyásáról – hanem például az igazgatóság, vagy a felügyelőbizottság –, akkor is sokszor megkapja a taggyűlés a véleményezési jogot.)

Mindenképpen le kell szögezni: ez a véleményezés nem fölösleges. Az ilyen szavazások végeredménye bizonyíthatóan befolyásolja a végső döntéshozókat: ha egy ilyen szavazás során egy javaslat többséget kap, az szignifikánsan növeli a javaslat megvalósításának esélyét – vagyis annak esélyét, hogy a döntést meghozó személy, vagy szervezet a taggyűlés döntésének megfelelően dönt.⁹⁷ (Ferri [2012] 207.) Ez persze nem véletlen: bár maga a döntés nem köti a menedzsmentet, de annak megbízatása – végső soron – mégis a tagoktól függ. Nyilvánvalóan növeli az elbocsátás kockázatát az, ha egy ilyen taggyűlési véleményt negligál.

A véleményezési jog egyik legtöbbet elemzett témája a menedzsment javadalmazásáról, ösztönzéséről hozott döntés – az ilyen döntésekről ugyanis az ún. Dodd-Frank törvény alapján ki kell kérni a taggyűlés véleményét.

9.2.2. A taggyűlés eljárásrendje

A döntési szabályoknál a legfontosabb kérdés: a döntéshez szükséges többség. Ennek meghatározása természetesen nem csak a társasági jogban kérdéses: minden döntéshozatal, minden bizottsági munka során felmerül ez a kérdés – például a politikai életben is. A társasági

⁹⁷ És az is igaz, hogy azon döntések közül, amelyek többséget kaptak a nagyobb többséggel támogatott javaslatok elfogadási, megvalósítási esélye magasabb.

jog e szabályainak elemzésekor is érdemes ezen politikai elemzéseket, az ún. társadalmi döntések [social choice] modelljeit segítségül hívni..

A legegyszerűbb megközelítés szerint (Buchanan – Tullock [1962]) a szükséges többség meghatározásakor két ellentétes hatást kell szem előtt tartani: a nagyobb elvárt szavazatszám növeli ugyan a döntéshozatal költségét, de csökkenti a kisebbségre rótt költséget. A közgazdaságtan meghatározása szerint e két költség *összegének* csökkentése a cél – az a szavazatszám a hatékony többség, amely mellett ez az összeg minimális.

A magyar társasági jogban a bevett a feles, háromnegyedes és az egyhangú döntések megkülönböztetése. A Ptk. a feles és a háromnegyedes döntések esetén a „szótöbbséggel” kifejezést használja, ami a jelenlévőkhöz méri az elfogadók arányát. Ez azt jelenti, hogy a jelen nem lévők nem számítanak, viszont a jelenlévő nem szavazók vagy tartózkodóké igen – a jelenlévők felét, vagy kétharmadát kell elérnie a szavazatoknak ahhoz, hogy döntés szülessen.

Döntési költségek. Nyilvánvaló: magasabb elvárt többség esetén nehezebb elérni a szükséges a szavazatszámot. Nő annak az esélye, hogy úgy zárul a szavazás, hogy sem a javaslat támogatása, sem annak elutasítása nem kapja meg a szükséges szavazatszámot. Fontos azonban kiemelni, hogy nem csak a jogi, hanem a „szociológiai következményekkel” is számolni kell itt. Ugyanis a többségi, de a szükséges szavazatszámot el nem érő eredmény is befolyásol – ugyanúgy, ahogy a vélemény-nyilvánító szavazásnál említettem.

Kisebbségvédelem. Egy a szükséges többséget megkapó javaslat nem feltétlenül hatékony – bármilyen magas is ez a szavazatszám. Az ugyanis, hogy a támogatók (a részesedések, részvényeik arányát tekintve) eléri a szükséges többséget, nem jelenti azt, hogy a vesztesek nem vesztenek aránytalanul sokat. Az természetesen igaz, hogy ahogy ha nagyobb egyetértés szükséges, akkor csökken a leszavazott kisebbség aránya – és ezért vélhetően e csoport vesztesége is. De garancia nincs arra, hogy ha csak egyetlen ember is veszít, akkor ő nem veszít többet, mint amennyit a többiek nyernek.

Végső soron a teljes egyhangúság garantálná csak a hatékonyságot, viszont ekkor a döntési költségek emelkednének olyan magasra, hogy amiatt összességében már veszíthetnek egyes – a döntésre várni kénytelen – csoportok.

Érdemes ugyanakkor kiemelni, hogy például Sjostrom – Kim [2000] az amerikai tőkepiacot vizsgálva azt találta, hogy a szavazási szabály változtatása nem befolyásolja a részesedések értékét. Pontosabban: nem lehetett kimutatni, hogy szignifikáns hatásuk lenne. (A vizsgálat azt elemezte, hogy a szavazási szabályokról hozott, társasági szerződést, vagy belső működési szabályokat módosító vállalati döntések nyilvánosságra kerülése hogyan befolyásolta a részvények értékét.)

9.2.3. Képviselet a közgyűlésen – képviseletért folytatott (proxy) harc

A taggyűlési hatáskör és döntéshozatal fenti modellezése, a társadalmi döntések modelljei abból indultak ki, hogy nincs potyázás: a tagok tudják, hogy mi a számukra optimális alternatíva, és annak megfelelően döntenek a közgyűlésen. Ez azonban olyan feltevés, amelyet a

közgazdaságtan szofisztikáltabb modelljei kétségbe vonnak: mivel a tagoknak közös döntést kell hozniuk, így felmerül a racionális távolmaradás, illetve a racionális tájékozatlanság.⁹⁸

A *pontos szavazás* legalább két költséggel jár:

- részt kell venni a közgyűlésen, a szavazáson és
- ezt tájékozottan, információgyűjtés után kell megtenni.

Pontos szavazás alatt azt érthetjük, hogy valaki azt az alternatívát támogatja, amely a saját preferenciáinak valóban a leginkább megfelel – nem marad távol a szavazástól és tévedésből sem szavaz másra.

A racionális távolmaradás és a racionális tájékozatlanság modelljei arra a felismerésre épülnek, hogy ha valaki ezen költségeket fel is vállalja, akkor se biztos, hogy befolyásolni tudja a döntést. Azt ugyanis a taggyűlés hozza meg. Az, hogy valaki szavaz vagy nem, pontosan szavaz vagy nem, csak akkor hat a végeredményre, ha azon fordulna meg a döntés. Különben csak annyit jelent, hogy az adott alternatíva több szavazatot kap: ennyivel többel nyer, vagy ennyivel kevesebbel kap ki. Egy nagyon sok taggal rendelkező részvénytársaságban egy-egy részvény tag szavazatának súlya elenyésző lehet: annyi szavazattal tudja segíteni a nekik leginkább megfelelő alternatívát, amekkora részesedése van. Vagyis a szavazat várható hatása nagyon kicsi – míg a részvétel és az információszerzés költsége magas lehet, így az első fejezetben látott racionális döntéshozó inkább a távolmaradás és a tájékozatlanság mellett dönt.

Ezért van, hogy a taggyűlés hatáskörének megnövelése, vagy a döntési mechanizmus átalakítás önmagában nem garantálja a menedzsment jobb ellenőrzését. Az ugyanis, hogy a tagok elfogadják-e a menedzsment előterjesztését nem csak a javaslat „jóságától” függ, hanem a tagok részvételi szándékától, tájékozatlanságától is. A racionális tájékozatlanság (és részben a racionális távolmaradás) miatt a menedzsment vélhetően olyan javaslatokat is keresztül tud vinni, amelyek a társaság, a tagok számára károsak.

Képviselő és racionális távolmaradás, racionális tájékozatlanság. A közgyűlésen való szavazási jog gyakorlásának, illetve a képviselő kérdésének szabályozása általában lehetővé teszi, hogy az a tag, aki a részvételt (különösen a tájékozott részvételt) túlzottan költségesnek találja, megbízza valakit, aki helyette fog szavazni.

Vegyük észre: a személyes szavazás megkövetelése (amikor ez a képviselő nem lenne lehetséges), a nagybefektetők pozícióit erősítené. A személyes részvétel elvárása ugyanis magasan tartaná a szavazat leadásának (a részvételnek) a költségét – olyan magasan, amit csak azoknak érné meg felvállalni, akik jelentős részesedéssel rendelkeznek, és ezért nagyobb az esélyük, hogy az övék lesz a döntő szavazat. Ha pedig személyes részvétel elvárása mellett a kisebb részesedéssel rendelkezők valóban nagyobb arányban maradnának távol, akkor a nagyobb részesedéssel bírók szavazata (a hiányzók miatt) még a részesedésüknél is nagyobb súlyt kapna. Ez tovább fokozná az előző fejezetben látott új típusú ügynökprobléma kialakulásának esélyét: a menedzsmentnek még inkább megérné a sok szavazattal bíró nagybefektetőket maga mellé állítani azzal, hogy feléjük is „folyat el” vállalati vagyont.

Tegyük hozzá: a nagyobb részesedéssel bírók súlyát növeli minden olyan szabály, amely a szavazás költségét növeli. Ilyenek azok, amelyek a szavazat leadását különböző adminisztratív feltételekhez

⁹⁸ Első megfogalmazása Downs [1957/1990]. Az elmélet fontos összefoglalása Buchanan [1954/1992].

kötik. Ilyen például a részvénykönyv szabálya, amely szerint a szavazáshoz szükséges a részesedés előzetes igazolása és rögzítése. De ilyen az is, ha a részvényt letétbe kell helyezni (elvileg azért, hogy a tagság rögzítését követően, de még a közgyűlés előtt a tag ne adhassa át azt másnak).

Bár a képviselet révén csökkenteni lehet a nagybefektetők befolyását, de ez is felveti az ügynök-probléma egyik formáját: a szavazati jogot gyakorló képviselő a tag érdekeinek (preferenciáinak) megfelelő döntést hoz-e, vagy saját céljait követi? Adott esetben a menedzsment ezt az érdekkonfliktust is kihasználhatja: megpróbálhatja a szavazatokat leadó képviselőket különböző juttatásokkal akkor is maga mellé állítani, ha az a megbízóik érdekeivel ellentétes.

Képviseletért folytatott harc. Egy-egy képviselő tipikusan sok részesedés nevében szavazhat. A képviselői megbízásért, a képviseletért folytatott verseny [*proxy fight*] a társasági jogi irodalom egyik központi témája. (Bebchuk [2007], Milgrom – Roberts [2005] 668., Ferri [2012], Bainbridge [2009] 233) A menedzsmenttel szembenálló csoport számára ez egy „alacsony költségű” megoldás (Ferri [2012] 192): anélkül lehet valós esélye a menedzsment legyőzésére, hogy fel kellene vásárolnia a részesedéseket – elég sok tag képviseletét megszerezni.

A menedzsment számára a legbiztosabb persze az, ha ő maga kapja a részvényesek felhatalmazását. Az amerikai jog erre lehetőséget is ad. A közgyűlésre kiküldött meghívóval együtt kapnak a tagok egy olyan nyomtatványt is, amelyben a tag a menedzsmentet bízza meg a képviselettel. Tipikus esetben ezt a felhatalmazást a tagok nagyon nagy részétől meg is kapja a vezetőség.

A magyar jogban a képviselet lehetőségét a Ptk. 3:110.§ teremti meg. Ugyanakkor azt a 3:255.§ 1. bekezdés megtiltja, hogy a részvénytársaság esetén ez a képviselő a társaság vezető tisztségviselője, felügyelőbizottsági tagja, vagy könyvvizsgálója legyen – vagyis Magyarországon ilyen proxy fight-ba a menedzsment csak úgy szállhat be, ha „talál” olyan „baráti képviselőket”, akik a kényes kérdésekben őt fogják támogatni.

A menedzsment és az „ellenzéke” a szavazatok megfelelő képviselőkhöz irányítása érdekében komoly erőforrásokat fog felhasználni. Nem más ez, mint a fent már látott *járadékvadászat* egyik formája. Ezzel a fő probléma (a normatív joggazdaságtan elemzése szerint) az, hogy az ebben a harcban felhasznált erőforrásokat a menedzsment a vállalati vagyontól veszi el. Amennyiben tehát megjelenik egy ellenérdekű csoport, akkor az azzal szembesül, hogy míg ő külső forrásból próbálja meggyőzni a tagokat, megszerezni a képviseletüket, addig a menedzsment a vállalat, és az (az általuk képviselt) tagok vagyonát csökkenti a velük folytatott harcban.

9.2.4. Kisebbségi jogok: javaslattételi jog, kisebbségvédelem

Az eddigiekben olyan eszközöket kerestünk, amelyek feltételezték, hogy megfelelő számú szavazat össze tud szerveződni – vagyis ezek alkalmazása esetén szembe kell nézni a kollektív cselekvés problémájával, vagy legalábbis képviseleti megbízást kell kapni kellő számú tagtól. Ugyanakkor vannak olyan eszközök is a társaságirányítás intézményei között, amelyek egyéni fellépést, vagy a döntéshez megkövetelt többségtől lényegesen elmaradó nagyságú csoport (kis csoport) szervezését követelik csak. A legfontosabb ezek közül, hogy a tagoknak szerepe lehet a közgyűléseken megtárgyalt témák meghatározásában. (A kisebbségvédelem további fontos kérdése a menedzsmenttel szembeni képviseleti perek indítása. Erről volt szó a hatodik fejezetben is, de részletesebben a 11. fejezetben térek majd ki rá.)

Napirend meghatározása. A társaságirányítás fontos kérdése, hogy a taggyűlések összehívása, az ott megtárgyalt kérdések kijelölése mennyiben a menedzsment monopóliuma. Konkrétan: a kiküldött napirenden változtathatnak-e a tagok, felvetethetnek-e új témákat, a kijelölt témákban új javaslatokat – akkor is, ha a menedzsment azt nem akarja? Másrészt: kikényszeríthetik-e a taggyűlés összehívását meghatározott kérdések megvitatására – akkor is, ha azt a menedzsment nem akarja? (Bebchuk [2005], Ferri [212] 203-211., Fairfax [2012] 179.)

A magyar jogban a taggyűlés összehívása az ügyvezető hatásköre, ő jelöli meg a napirendet is (a Ptk. 3:17§ alapján). Ugyanakkor a kisebbségvédelmi rendelkezések körében találunk lehetőséget arra, hogy a szavazatok 5%-ával (nyílt részvénytársaság 1%-ával) bíró kisebbség taggyűlés összehívását kezdeményezze, illetve arra hogy napirendi javaslatot tegyen (megfelelő idővel az ülés előtt).

A napirend meghatározása alapvető kérdés. Nyilvánvalóan ilyen módon kerülhet napirendre az, ha valaki a menedzsment leváltására, felelősségrevonására tesz javaslatot. De önmagában az is kulcskérdés, hogy állíthat-e valaki a menedzsment javaslatával szemben alternatívát. Amennyiben ugyanis szabadon megtehetik ezt, akkor ez a lehetőség (akkor is, ha konkrét esetben nem érkezik ilyen) a menedzsment javaslatait is erősen befolyásolni fogja. Ha a vezetés tudja, hogy nem jelenhet meg alternatíva – vagyis csak az ő javaslatáról lesz szavazás, azt lehet elfogadni, vagy elvetni –, akkor olyan javaslatot kell tennie, ami kicsivel jobb a tagok többségének, mint annak elutasítása. Amennyiben azonban más is tehet javaslatot, akkor ez a „kicsit jobb” nem elég: ha csak kicsit jobb a javaslat elfogadása, mint annak elutasítása, akkor félő, hogy valaki megfogalmaz egy alternatívát, amely a tagok számára jobb, a menedzsment számára viszont rosszabb, mint az ő előterjesztése. Vagyis ha győzni szeretne, a menedzsment nem elégedhet meg a „kicsit jobb”-bal. (Romer – Rosenthal [1978])

Példaként gondoljunk egy olyan esetre, amikor a menedzsment javaslatának elfogadása minimális mértékben növelné a részesedések többségének értékét. Ha nincs más javaslat, akkor ez a minimális hozam már biztosíthatja a többséget. Viszont, ha felvethető egy másik (ezt kizáró) megoldás, ami ennél jobban is tudná növelni a többség részesedésének értéket, akkor a menedzsment javaslata által ígért minimális növekedés már nem elég a többség biztosításához.

Ez a javaslattételi jog olyan fontos kérdés – nem véletlen, hogy sok jogrendszerben a menedzsment érdekeit azzal is védik, hogy a tagok ezen javaslattételi jogát erősen korlátozzák is. (Persze a „hivatalos indok” soha nem a menedzsment védelme a tagokkal szemben, hanem például az attól való félelem is, hogy ezek a máshonnan érkező javaslatok – a külső szereplők információs hátránya miatt – kevésbé megalapozottak.)

Például a delaware-i jog nem teszi kötelezővé, hogy a tagok napirendi javaslatait a közgyűlés elé vigyék. Amennyiben a menedzsment adott kérdés tárgyalását nem tartja kívánatosnak, akkor megvétózhatja azt.

Eljárási kérdések. Az esélytelen javaslatok kiszűrésére, a taggyűlések költségeinek csökkentésére hivatkozva sok jogrendszer korlátozza azt, hogy ki tehet ilyen napirendi javaslatot. Sok helyen minimális részesedéshez kötik ezt – az ennél kisebb részesedéssel bíróknak össze kell állniuk, meg kell oldaniuk a kollektív cselekvés problémáját.

A szükséges részesedés növelése azonban nem csak azért problémás, mert nehezíti a kisebbség érdekeinek érvényesítését, hanem azért is, mert ezzel az érkező javaslatok tartalma is változhat. Ekkor egyrészt a nagyobb befektetők javaslatai kerülhetnek inkább napirendre – azoké, akik

(mint az új típusú ügynökprobléma kapcsán láttuk) könnyen „lepaktálhatnak” a menedzsmenttel. Másrészt a nagybefektetők között gyakran találunk olyan intézményi befektetőket, akik több társaságban is tagok. Őket egy-egy javaslat megfogalmazásakor nem feltétlenül csak az adott vállalati részesedésük sorsa vezérli, hanem például az is, hogy egy döntéssel „precedenst” teremtsenek. (Ferri [2012] 208.) Lehet, hogy az adott vállalatnak nem szerencsés az adott javaslat, de az ilyen előterjesztő azt is mérlegeli, hogy más társaságnál hivatkozhat rá. A politikai lobbizásban is érdekelt nagybefektetők esetében pedig az is felmerülhet, hogy egyszerűen a kormányzat meggyőzéséhez szeretnének használni egy-egy – akár az adott vállalatnak káros – döntést. (Ferri – Sandino [2009], Ferri [2012] 204-205.)

Érdemes kiemelni, hogy ezek a – nem az adott vállalatra koncentráló – motivációk ugyan empirikusan is kimutathatók, de nem annyira a napirend kezdeményezésével kapcsolatos jogaikat használják erre ezen szervezetek, hanem a szavazási magatartásukat torzítja ez. (Agrawal [2012])

9.3. A TÁRSASÁGOK SZERVEZETE

A kollektív cselekvés, a racionális távolmaradás, a racionális tájékozatlanság problémáját felismerve a nagyobb, sok befektetővel rendelkező társaságok nem egyszerűen a taggyűléstől várják el a menedzsment ellenőrzését, hanem a szervezeti struktúrájukba állítanak olyan bizottságokat, amelyekről kifejezetten ezt a felügyeletet, illetve gond esetén a tagság tájékoztatását várják el. Persze a kollektív cselekvési probléma, ezen felügyelő szervek munkájában is felmerülhet: az ő tagjaik is várhatnak egymásra, potyázhatnak. Ezért ezen szervezetek általában kevés tagból állnak – kis csoportot hoz létre a jog, amelynél kisebb az általános potyázás esélye. Sőt, bizonyos feladatokra nem is bizottságokat, hanem eleve egyes személyeket küld ki a taggyűlés. Ráadásul e bizottságok tagjai, illetve ezen szereplőkkel szemben igen komoly felelősségi szabályokat is alkotnak: ha lépniük kellene, jelenteniük kellene valamit, de elmulasztják azt, igen komoly szankciókra számíthatnak.

Érdekes paradoxont vet azonban fel ezen felügyelők megválasztása. Ha a sok taggal rendelkező szervezetben a tagok alapvetően a menedzsment előterjesztéseit szavazzák meg, akkor ez az ilyen szervezet létrejöttére, tagjaik kiválasztására is igaz: ez a menedzsment érdeke is kell legyen. Az ilyen szervezetek létrehozására és a személyekre is tipikusan a menedzsment tesz javaslatot – és a tagok általában ezen előterjesztést fogadják el. A felügyelet azonban a menedzsment érdeke is lehet:

1. Így tud bizalmat építeni. (Hasonlóan ahhoz, amit a harmadik fejezetben a szerződések kapcsán láttunk: így bizonyíthatja, hogy meg akarja tartani az ígéreteit, nem akar visszaélni a helyzetével.)
2. A felügyeleti szervek tagjai „kiemelhetők” a többi tag közül. Kiemelhetők ennek révén azok a szereplők, akik egyébként veszélyesek lennének a menedzsment számára – és speciális juttatásokon keresztül a menedzsment a saját oldalára is állíthatja őket. (Éppen ezért alapvető jelentőségű, hogy e funkciók betöltői milyen juttatásokban részesülhetnek a vállalat részéről – vagyis végső soron a menedzsment döntései révén.) Annak esélye ugyanis szinte nulla, hogy igazgatókat a menedzsment akarata ellenére akár levált, akár megszavaz a tagság. (Fairfax [2012] 178-180.)

3. Ilyen szervek felállítása sokszor jogi feltétele annak, hogy bizonyos lehetőségekhez hozzáférjenek. Ezt sokszor a tőkepiaci – és nem a társasági jogi – szabályok írják elő: vagyis a tőkepiacra, például tőzsdére lépés feltétele ez, nem általában a társaság működéséé.

A magyar jog felügyelőbizottság felállítását kötelezővé teszi, abban az esetben, ha

- o a társaság 200 főnél többet foglalkoztat (Ptk. 3:119.§),
- o nyilvánosan működő részvénytársaság esetén (Ptk. 3:290.§ (1) bekezdés), illetve
- o ha zártkörűen működő részvénytársaságnál a részesedések 5%-ával bírók ezt kéri.

9.3.1. Bizottságok, összetétel, jogok

A felügyelet tipikus formája a menedzsment mellé rendelt, néhány tagból álló felügyelőbizottság. Ez a „mellérendelés” jelentheti azt is, hogy önálló bizottságot állítanak fel, de lehetnek a „felügyelők” és a menedzsment ugyanannak az irányító szervnek a tagjai. Utóbbi esetben a felügyelettel megbízott személyek a menedzsment munkatársai lesznek, közösen hozzák meg a döntéseket. Ők így a napi munka részeseivé válnak, több információhoz juthatnak. Viszont épp ezért össze is olvad a szerepük a menedzserekével, az igazgatókéval.

A felügyelőbizottságok kapcsán a két fő kérdés az, hogy (i) milyen hatáskört kapjon, és (ii) kik legyenek a tagjai.

Hatáskör. Az egyik fontos feladatuk az információgyűjtés és tájékoztatás. Adott esetben ez odáig is terjedhet, hogy jogot kapnak a taggyűlés összehívására, és arra, hogy ott a menedzsment valamely döntését megakadályozzák (ha a menedzsment hatásköreire is tekintettel ez lehetséges), vagy a menedzsment felelősségre vonását kezdeményezzék. Ezt nevezhetjük *információsűrítő funkciónak*: a tagok számára szűrik, tömörítik az információkat. Nem kell az „egyszerű tagoknak” az igazgatók munkáját folyamatosan figyelni, hagyatkozhatnak a felügyelőktől érkező információkra, „vészjelzésekre” – feltéve, hogy megbíznak a felügyelők jelentéseiben, ajánlásaiban. (Persze az ügynökprobléma miatt ez a bizalom sem lehet teljes.)

A másik hatáskör, amit a felügyelők megkaphatnak a vétójog: bizonyos menedzsmentdöntések jóváhagyását lehet e bizottságra delegálni. Természetesen, elsősorban a menedzsmentet személyében (családjában, üzleti érdekeiben, stb.) érintő szerződések, ügyletek kapcsán gyakori ez.

Egységes igazgatóság esetén az ilyen vétójog a nem érintett tagok szavazását és jóváhagyását jelenti.

Harmadrészt, a taggyűlés is delegálhat ezen bizottságra olyan jogokat, amelyek egyébként az ő hatásköre lenne. (Ennek hatása hasonló ahhoz, amit a taggyűlés és a menedzsment közötti hatáskörmegosztásnál láttunk: indokolhatja azt a munkamegosztás, de hat az ügynökprobléma veszélyére is.) A legtöbb jogrendszer azonban ennek a delegálási lehetőségnek határt szab: vannak olyan hatáskörök, amelyeket a taggyűlés nem adhat le.

Összetétel: egyéb érdekelt. Az összetétel kapcsán a két fő kérdés az egyéb érintettek részvétele és a bizottsági tagok és a vállalat viszonya – a függetlenségük, ahogy a jog nevezi.

Az egyik nyilvánvaló kérdés, hogy milyen körből áll ez a testület. A fő kérdés az, hogy akár a tagság akaratóból, akár valamilyen törvényi előírás miatt helyet kapnak-e ebben a bizottságban az egyéb érintettek is. Tipikusan a munkavállalók és a nagy hitelezők szerepe merül fel.

A magyar társasági jog a Ptk. 3:124.§ 1. bekezdése értelmében a munkavállalók képviselőjét kötelezővé teszi a felügyelőbizottságban abban az esetben, ha a munkavállalók átlagos létszáma 200 fő fölött van. (Ekkor a felügyelőbizottság harmada kell, hogy munkavállalói küldött legyen.)

Ezen érintettek részvétele kapcsán a köztük és a befektetők közötti érdekellentét, érdekazonosság az egyik kulcskérdés. Ez visszavezet a fejezet bevezetőjében látott kettősségre: a társaságirányítás célja nem csak a menedzsment önérdékkövetésének korlátozása, hanem az érintettek közötti érdekellentét oldása is lehet. Az előző fejezetben láttuk, hogy az egyéb érintettek védelmére általában a vállalatirányításon túli eszközök is rendelkezésre állnak, ezért nekik kevésbé van szükségük erre az eszközre. Ha mégis szerepet kapnak, akkor az egyéb érintettek és a tagok közötti konfliktus is megjelenhet ezen bizottságokban. Ezt az érdekütközést a menedzsment, ha akarja, ki is használhatja, egymás ellen fordítva a különböző csoportokat. (Például a szakszervezetek kapcsán gyakori félelem, hogy őket a munkavállalók vagy – a szakszervezeti vezetők korruptségát is megengedő modellekben – a szakszervezeti vezetők magasabb juttatásai révén a menedzsment olyan politikák mellé is könnyen odaállíthatja, amelyek nem hatékonyak, vagyis a tagoknak, a befektetőknek többet ártanak, mint amennyit a szakszervezeteknek hoznak.)

Ugyanakkor nem feledkezhetünk el az érme másik oldaláról sem: az egyéb érintettek beemelése időnként kifejezetten segítheti is a tagokat. Ugyanis, ha a menedzsment valóban a „saját zsebére dolgozik”, vagy túlzott kockázatkerülő (és emiatt jó lehetőségeket szalaszt el), akkor az ugyanúgy sérti, sértheti a többi érintett (például a munkavállalók, a hitelezők) érdekeit, mint a befektetőket. E tekintetben tehát érdekazonosság van a tagok és a hitelezők, munkavállalók (mint tipikusan e bizottságba beemelt érintettek) között. És ilyenkor, ezek az egyéb érintettek leveszik az ellenőrzés terhének egy részét a tagok válláról.⁹⁹

Kisebbségvédelem. Kérdés, hogy felhasználja-e ezen bizottságokat a jog (vagy a többség) kisebbségvédelemre is: tagjai közé csak a nagybefektetők képviselői kerülnek-e be, vagy van valamilyen garancia, hogy tagjaik meghatározott része a kisebb befektetők közül kerül ki. Az ilyen „kisebbségvédelmi” szabályok mögött egyrészt a látott új típusú ügynökprobléma, a nagybefektetők és a menedzsment közötti összefonódások kezelése állhat – ha a kisbefektetők nem kapnak szerepet, akkor nem valószínű, hogy információkat kapnának az ilyen ügyletekről, mert a felügyelők is azok hasznélvezői.

Kisebbségvédelem esetén itt is felmerül azonban az érdekütközés problémája: a kisebb tagok más menedzsment-döntésekre lehetnek érzékenyek, mint a nagybefektetők – például, mint láttuk is az előző fejezetben, másképp viszonyulhatnak a rövid- és a hosszútávú hatásokhoz, vagy a kockázatokhoz.

Függetlenség. Az összetétel kapcsán gyakori kérdés, hogy a bizottsági tagok milyen viszonyban vannak a menedzsmenttel, a vállalattal: munkaviszonyban állnak-e vele. A legtöbb jog ennek hiányában, vagyis a függetlenségükben lát garanciát arra, hogy nem fogják elvtelenül támogatni a menedzsmentet, a tudomásukra jutott „rossz híreket” nem tartják majd vissza a menedzsment

⁹⁹ Az irodalomban nagy teret kap a nagy hitelezők bevonásának kérdése. Lásd például Whitehead [2012]

védelme érdekében. A függetlenség melletti fő érv, hogy a belsősöknek komoly idioszinkratikus befektetések lehetnek, amit a változások, különösen a menedzsment leváltása veszélyeztetne. A belsős tagok ezt (például a munkahelyüket) is védeni fogják, és ezért az (egyébként szükséges) változásokat kevésbé fogják támogatni.

Ugyanakkor teljes függetlenség nem létezik. Az ilyen felügyelők valamilyen módon mindenképpen kötődni fognak az aktuális menedzsmenthez. A menedzsment cseréje nekik...

1. ...hivatalvesztést jelenthet – mivel a megbízásukra általában a menedzsment javaslata alapján kerül sor, és vélhetően az új menedzsment új tagokat jelöl.¹⁰⁰
2. ...(amennyiben a hivatalukat meg is tarthatják) elvesz az a specifikus tudás, amit a korábbi menedzsment kapcsán felhalmoztak: az új menedzsment működését, technikáit, „trükkjeit” újra meg kell érteniük, meg kell tanulniuk – a független igazgatók ugyanis tipikusan csak általános tudással rendelkeznek, a specifikus tudást munkájuk során gyűjtik össze. (Fairfax [2012] 180-182.)

Épp ezért a függetlenség értelmezése sokat vitatott kérdéssé vált. (Fairfax [2012]) Abban általában egyetértés van, hogy nem elég azt úgy definiálni, hogy független az, aki nem a társaság munkavállalója. Viszont kérdéses, hogy milyen más kapcsolatot (beszállítói, üzleti, stb.) zárjon ki a szabályozás.

Az egyik legfontosabb ezek közül a *kereszttagság*, vagyis amikor valaki, aki az adott társaságban független tag egy másik társaság vezető tisztségviselője, ahol épp ennek a társaságnak a vezető tisztségviselője a független tag. Amikor a tagokat jelöli a menedzsment, akkor ez a keresztjelölés „kényelmes” megoldás lenne a számára: a munkaviszony alapján függetlennek tekinthetők a tagok, viszont a valóságban nyilvánvalóan nem azok.

A magyar jog a részvénytársaság egységes igazgatótanácsa esetén próbálja kezelni ezt a kereszttagságot a Ptk. 3:287.§-ában. Ennek (2) bekezdés h. pontja definiálja a függetlenség sérelmének a *kereszttagságot*: „Nem minősül függetlennek az igazgatótanács tagja, ha vezető tisztségviselő vagy vezető állású munkavállaló egy olyan gazdasági társaságban, amelynek független igazgatótanács tagja egyben a nyilvánosan működő részvénytársaság vezető tisztségviselője.”

Összességében azonban, úgy tűnik, irodalom jó része (Eisenberg [1970], Blair – Stout [1999], Bebchuk [2005]) az igazgatók függetlenségében nem lát olyan eszközt, amely jelentősen ellenőrizni tudná a menedzsmentet, amely korlátozhatná az önérdékkövetést. Ráadásul, többen is felvetik, hogy nem is szerencsés az, ha az igazgatóság külső tagjaitól az ellenőrzést várjuk el. Ez ugyanis – ha valóban függetlenek a menedzsmenttől – gyanakvóvá teheti velük szemben a menedzsmentet. Ez viszont akadályozhatja a többi fontos funkciójuk ellátását, mindenképp azt, hogy tanácsadói szerepet láthassanak el, információkkal, ötletekkel segítsék a vállalat döntéseit (Holmström [2005], Core et al. [2005]),

¹⁰⁰ A jelöltek pedig tipikusan a menedzsmenttel szorosabb társadalmi kapcsolatban álló emberek közül kerülnek ki. (Fairfax [2012] 173-175.) Vagyis a függetlenség már maga ezen szociológiai összefüggés miatt is kevésbé tűnik hatásos feltételnek az ellenőrzés során.

9.3.2. Kapuőrök

Sok jogrendszer ismer olyan speciális funkciókat, amelyeknek ellátására külön személy kinevezését teszi kötelezővé: könyvvizsgálóét, vállalati jogászt, (alapvetően a korrupciós veszélyekre koncentráló) integritási ellenőrt, (a különböző – meglehetősen szerteágazó – szabályok betartását folyamatosan ellenőrző) *compliance officer*. Ilyen személyeket a menedzsment persze bármikor felkérhet, saját munkája segítése érdekében – de ez menedzsment ellenőrzését akkor szolgálja, ha őket a felügyelőbizottság, illetve a tagok a saját döntéseik megalapozása érdekében küldik ki. Természetesen itt is vannak esetek, amikor törvény írja elő az alkalmazásukat.

A magyar jog könyvvizsgáló alkalmazását rendeli el nyilvánosan működő részvénytársaságnál a Ptk. 3:292.§ alapján.

Az irodalomban e szereplőket kapuőröknek nevezik, mert sokszor egy-egy döntésre nincs is lehetőség, ha megakadályozzák azt, „nem engedik tovább”, „bezárják előtte az ajtót”: sokszor a kapuőröknek vétőjoguk van. (Gordon [2002], Coffee [2004].)

Standardizálás. Többször előfordul, hogy a kapuőrök alkalmazása ugyan nem kötelező, arról a tagok, a felügyelőbizottság szabadon dönthetnek, de azt már megszabja a jog, hogy mi a feladatuk. Vagyis a társaság ugyan dönthet arról, hogy létrehoz-e egyes funkciókat, de ha igen, akkor azok feladata és felelősségi szabályai nem térhetnek el (vagy legalábbis nem lehetnek szűkebbek), mint a törvényben leírtak. Ez is standardizálás – olyan, amilyennel a nyolcadik fejezetben találkoztunk –, de egy fontos különbséggel: ott a standardizálás olyan formáját elemeztem, amikor minden cégnek ugyanolyan válaszokat kellett adnia egyes kérdésekre. Most nem ez a helyzet: dönthet arról, hogy akar-e kapuőröket – de ha igen, akkor ugyanazokat a megadott jogköröket kell hozzájuk rendelnie.

A standardizálás ezen formájában a jog egyfajta nyelvteremtési funkcióját látjuk: ha valaki egy új társasággal kerül kapcsolatba, akkor is tudhatja, hogy például egy könyvvizsgáló (ha van) milyen feladatokat lát el. Ha a törvény előírja, hogy például egy könyvvizsgálói jelentésnek valamit tartalmaznia kell (például a menedzsment és a társaság közötti ügyleteket), és adott könyvvizsgálói jelentés nem tesz említést erről a kérdésről, akkor az azt jelenti, hogy az adott probléma nem volt jelen adott évben a társaság esetén. A standardizálás miatt fel sem merülhet az, hogy felmerült ugyan a probléma, de adott társaság esetében azzal a könyvvizsgálói jelentésnek nem kell foglalkozni, mert a tagok, a társaság a saját könyvvizsgálójától nem követeli meg azt.

Funkciók. A kapuőrök funkciójukban roppant közel állnak a felügyelő bizottságokhoz: vétőjoguk lehet, illetve információt sűrítenek – és azt továbbítják a tagok, a taggyűlés felé. Információszolgáltatás terén az ő szerepük a felügyelőbizottságok szerepét annyiban haladja meg, hogy a feltárt információkat nem csak a taggyűlés, hanem más társasági szervek felé is továbbíthatják – például a menedzsment (igazgatók) és a felügyelőbizottság felé. Adott esetekben kezdeményezheti a taggyűlés összehívását; ez akár kötelességük is lehet. Sőt, sokszor tovább is léphetnek: amennyiben a taggyűlés nem támogatja a kezdeményezésüket, akkor társaságon kívüli fórumokhoz (tipikusan bírósághoz) is fordulhatnak – akár a tagság egyetértése nélkül is.

De – szemben a felügyelőbizottsággal – fontos információkat szolgáltatnak „kifelé”, vagyis a társaság aktuális tagjain kívüli szereplőknek is. Például a többi érintettnek, vagy éppen a társasági részesedés vásárlását fontolgató potenciális befektetőknek, tagoknak. (Ez utóbbi kérdés előkerül majd a következő fejezetben is.)

9.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

Ez a fejezet elsősorban a játékelmélet és a közgazdaságtan demokrácia-elméletének alapjait tárta az olvasók elé – ezek voltak azok az eszközök, amelyeket a társaságirányítás elemzésekor elsősorban segítségül hívtam.

A játékelmélet alapvetően arra szolgál, hogy megértsük: mi a várható végeredmény, ha egy adott helyzet kimenete több fél döntésétől, magatartásától függ. Ennek a meghatározására, előrejelzésére szolgál (legalábbis kiindulópontként) a fejezetben látott Nash-egyensúly fogalma. Ennek a Nash-egyensúlynak a segítségével mutattam meg, hogy attól, hogy több embernek kell egy közös célért áldozatokat hoznia, még nem biztos, hogy a jól ismert fogolydilemma – általános potyázás – alakul ki. Láttuk az egyes tagok hasznainak, költségeinek arányától függően előállhatnak olyan helyzetek is, amikor egy csoport (például egy kevés tagú társaság tagsága) elér közös célokat, előállít közjószágot (például ellenőrzi a menedzsmentet, adott esetben a menedzsment akarata ellenében is hoz döntéseket).

A soktagú társaságok közgyűléseinek működése kapcsán pedig a demokratikus döntések hatáselemzése tárult elénk. (Ezt a társaságirányítási formát, időnként *vállalati demokráciának* is nevezik.) Láttuk, hogy ebben a helyzetben a tagok részvétele és tájékozottsága is megkérdőjelezhető: racionális döntésük lehet, hogy nem vesznek részt döntésekben, vagy ha részt vesznek, akkor is tájékozatlanul teszik azt. Láttuk, hogy ilyen körülmények között a szavazást előkészítő félnek (esetünkben a menedzsmentnek) milyen komoly befolyásoló ereje van. Láttuk azt is, hogy olyan kérdések, mint például a napirend meghatározása miként befolyásolja e demokratikus folyamat várható végeredményét.

IRODALOMJEGYZÉK

Agrawal, Ashwini K. [2012]: Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence from Proxy Voting. *25 The Review of Financial Studies*. 187-226

Bainbridge, Stephen M. [2009]: *Corporate Law*. Foundation Press, New York.

Bebchuk, Lucian A. [2005]: The Case for Increasing Shareholder Power. *118 Harvard Law Review*. 833-914

Bebchuk, Lucian A. [2007]: The Myth of the Shareholder Franchise *93 Virginia Law Review*. 675-732

Bebchuk, Lucian – Jesse Fried – David Walker [2002]: Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *69 University of Chicago Law Review*. 751-846.

Berle, Adolf – Gardiner Means [1932]: *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers, Piscataway, NJ

- Blair, Margaret M. – Lynn A. Stout [1999]: Team Production in Business Organizations: An Introduction, *24 Journal of Corporation Law*. 743-750
- Buchanan James M. [1954/1992]: Egyéni választás szavazáskor és a piacon. in: Buchanan James M. (szerk.): *Piac, állam, alkotmányosság*. KJK, Budapest, 258-271.
- Buchanan James M.– Gordon Tullock [1962]: *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. University of Michigan Press, Ann Arbor, MI
- Coffee, John C. Jr. [2004]: Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *84 Boston University Law Review*. 301-364
- Cole, Daniel H. – Elinor Ostrom [2012]: The Variety of Property Systems and Rights in Natural Resources. in: Cole Daniel H. – Elinor Ostrom (szerk.): *Property in Land and other resources*. Lincoln Institute, Cambridge
- Core, John E. – Wayne R. Guay – Randall S. Thomas [2005]: Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay Without Performance? *103 Michigan Law Review* 1142-1185.
- Downs, Anthony [1957/1990]: Politikai cselekvés a demokráciában: egy racionális modell. *Közgazdasági Szemle*. 993-1011.
- Eisenberg, Melvin A. [1970]: Access to the Corporate Proxy Machinery. *83 Harvard Law Review*. 1489-1526
- Fairfax, Lisa M. [2012]: The Elusive Quest for Director Independence. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 170-191
- Ferri, Fabrizio – Tatiana Sandino [2009]: The Impact of Shareholder Activism on Financial Reporting and Compensation: The Case of Employee Stock Options Expensing, *84 The Accounting Review*, 433-466
- Ferri, Fabrizio [2012]: ‘Low-Cost’ Shareholder Activism: A Review of the Evidence. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 192-215.
- Gordon, Jeffrey N. [2002]: What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections. *69 University of Chicago Law Review*. 1233-1250,
- Holmström, Bengt R. [2005]: Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment. *30 Journal of Corporation Law*. 703-716.
- Kuncz Ödön [1909]: *A részvénytársaság védelme igazgatósági tagjainak egyéni érdekeivel szemben*. Gombos Ferencz Könyvsajtója, Kolozsvár
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Olson, Mancur [1965/1997]: *A kollektív cselekvés logikája*. Osiris, Budapest

Ostrom, Elinor – Charlotte Hess [2010]: Private and Common Property Rights. in: Boudewijn Bouckaert (szerk.): *Property Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham

Romer, Thomas – Howard Rosenthal [1978]: Political Resource Allocation, Controlled Agendas, and the Status Quo. *33 Public Choice*. 27-43

Sjostrim, William K. Jr. – Young Sang Kim [2000]: Majority Voting for the Election of Directors, *40 Connecticut Law Review*. 459–510.

Sobor Dávid [2014]: A vezetői felelősség preventív és reparatív funkcióinak érvényesülése a magyar és a francia jogban. *Magyar Jog* 350-359

Whitehead, Charles K. [2012]: Creditors and Debt Governance. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 68-84

FOGALMAK

Kollektív ellenőrzés – kollektív cselekvés

Nash-egyensúly

Látens csoport

Privilegizált csoport

Közepes / köztes csoport

Vétójog

Véleményezési jog

Elvárt többség hatékony szintje

Döntési költség

Kisebbségre rótt költség

Kisebbségvédelem

Pontos szavazás

Racionális távolmaradás

Képviselet a közgyűlésen

Képviseletért folytatott harc [proxy fight]

Napirend

Napirend eredményt befolyásoló szerepe

Taggyűlés

Felügyelőbizottság

Információsúrités

Függetlenség

Kapuőrök

Standardizálás

Nyelvteremtés

10. A RÉSZESEDÉSEK FORGALOMKÉPESSÉGE, FORGALMAZHATÓSÁGA

Miért fontos a részesedések átruházásának lehetősége és milyen veszélyei vannak? Hogyan korlátozható az átruházás – milyen törvényi és milyen a társaságok által alkalmazott korlátai vannak ennek? Mit jelent az, hogy a részesedések piaca hatékony? Milyen feltételek mellett lehet hatékony? Miért fontos (fontos-e), hogy minél több információ kerüljön nyilvánosságra a társaságokról, amelyek részesedését a piacon adják-veszik? Hogyan növelhető ez az információ mennyiség – milyen szerepe lehet ebben maguknak a társaságoknak és a független intézményeknek (például a hitelminősítőknél)?

A társasági részesedések átruházása a menedzsment társasági részesedések piacán keresztül történő ellenőrzésének (az ellenséges felvásárlástól való félelem) modellje (Manne [1965], Milgrom – Roberts [2005] 353-354., Stout [2017] 342.): a menedzsmentet az ösztönzi arra, hogy a vállalat, és specifikusan a tagok érdekeit keresse, mert ellenkező esetben a tagok eladják a részesedéseiket, és egy – a menedzsment számára – ellenséges felvásárlóhoz kerülhet az. Azért ellenséges, mert adott esetben tenne is azért, hogy a menedzsmentet eltávolítsa. Ez az ún. vállalatirányításért folyó piaci verseny. De ha erre nem is kerül sor, a részesedések eladása miatt visszaeshet azok értéke, ami egy befektető bevonását a jövőben tervező menedzsment számára káros – kevesebb tőkét tud szerezni.

A tag oldaláról közelítve: a részesedések eladása a Hirschman-féle kivonulás legfontosabb formája a társaságok esetén: azok a tagok, akik elégedetlenek a társaság működéssel, nem maradnak a vállalatban „belül”, nem próbálják megváltoztatni a vállalat döntéseit, hanem eladják a részesedéseiket – megszakítják a kapcsolatot a társasággal.

Mint Albert O. Hirschman bemutatja, más esetekben az elégedetlenek kivonulása és a tiltakozása között általában egyszerre van egymást erősítő és egymást gyengítő hatás. (Hirschman [1995] 51-61) Gyengíti a kilépés lehetősége a tiltakozás erejét, mert ezáltal csökken az elégedetlen tagok köre, kisebb az esély arra, hogy a tiltakozás olyan mértéket ölt, amely már változást kényszeríthet ki. Különösen azért csökken erre az esély, mert általában épp a leginkább elégedetlenek vonulnak ki, vagyis az a csoport, aki egy tiltakozás megszervezésében is fontos szerepet játszhatna (ők lehetnének azok a szereplők, akik privilegizált csoporttá alakítják a tagok csoportját, leküzdve így a kollektív cselekvési problémát). Ugyanakkor a kivonulás erősítheti is a tiltakozást, amennyiben sokaknak, akik egyébként nem ismerik fel azt, hogy rossz minőséget kapnak, épp a kivonulás – tipikusan: a tömeges kivonulás – nyitja fel a szemüket, és kezdenek tiltakozásba..

A társaságok esetén a kivonulás a részesedések értékesítését jelenti. Ez teremt lehetőséget ellenséges felvásárlásokra – nagyrészt az ettől való félelem tartja vissza a menedzsmentet sok, a társaság, a tagok számára hátrányos lépéstől. (Fama [1970], Milgrom – Roberts [2005] 253-254.) Éppen ezért lehet, hogy az ellenséges felvásárlás ellen a menedzsment már a felvásárlás során védekezni fog – ebben a fejezetben többféle védekezési módot mutatok majd be. Mindenekelőtt ilyen, ha korlátozzák a részesedések forgalmazását.

De nem az ellenséges felvásárlás az egyetlen ok, ami miatt a részesedések forgalmazása megváltoztatja a menedzsment ösztönzőit. Mint az ötödik fejezetben is említettem a

részesedések piaci értéke befolyásolja, hogy amennyiben a társaság új befektetőket akar bevonni, akkor ugyanolyan részesedéséért mennyit kaphat. Amikor a társaság keres részesedésért fejébe befektetőt, akkor azt a részesedések *elsődleges piacának* nevezzük. Ezzel szemben, amikor a részesedés gazdát cserél, amikor az aktuális tag adja át azt valaki másnak, az a *másodlagos piac*. (Klein et al [2010] 423-424.) Az átruházás ezen másodlagos piacon történik – ennek szabályozása ezt a másodlagos piacot teheti lehetővé, ennek működését könnyítheti, vagy éppen akadályozhatja.

A fejezetben először az átruházás normatív értékelésének érveit tekintem át – ez az első alfejezet kérdése. Ebben az alfejezetben mutatom be az átruházás korlátozásának technikáit is. A második alfejezet mutatja be a piac hatékonyságának problémáit – hiszen az átruházás ösztönző hatására hivatkozó érvelés általában arra alapul, hogy a piaci ár jól tükrözi a vállalat valós értékét, a menedzsment valós teljesítményét, A harmadik fejezet pedig az információs problémát tekinti át: mitől függ az, hogy a piaci szerelők, a részesedést eladó aktuális és az azt venni kívánó potenciális tagok mennyi információ alapján hozzák meg a döntéseiket. Látjuk majd, hogy ez nagyrészt a jogi szabályozás következménye.

10.1. AZ ÁTRUHÁZÁS FONTOSSÁGA

Az átruházás nem más, mint a szerződési szabadság egyik kifejeződési formája: ami az enyém, az egy szerződés révén holnaptól másé lesz. Amikor a jogrendszer tiltja az átruházást, akkor ugyanazokat az érveket vehetjük elő, amiért általában a szerződési szabadságot korlátozzuk. Láttuk ezeket a negyedik fejezetben: az externáliák (a kollektív cselekvési problémák), az információs problémák és a korlátozott racionalitás. Ebben a fejezetben ezeket az általános elveket alkalmazom a társasági részesedések átruházására.

10.1.1. Normatív értékelés előnyök

Az átruházás előnyei kapcsán általában két fontos érv fogalmazódik meg:

1. ahhoz kerülnek a javak (a jogok), akiknek az többet ér – vagyis (a Kaldor-Hicks kritérium értelmében) hatékonyságjavulás következik be;
2. beruházásra ösztönöz.

„Jobb tulajdonos”: a menedzsment ellenőrzése, információ. Az első elv szerint az átruházás lehetővé teszi, hogy ahhoz kerüljön egy társasági részesedés, akinek az többet ér. (Cooter – Ulen [2005] 89-90.) Azért ér többet, mert az adott jogosítványokkal többet érhet el: jobban tudja mérni a menedzsment döntéseinek hatását, jobban képes befolyásolni azokat. Ha az új tag csökkenteni tudja az ügynökprobléma miatt „kifolyó” összegeket, növelni tudja a várható későbbi osztalékot, akkor nagyobb lesz számára a részesedés értéke (diszkontált jelenértéke) is. Másrészt „többet tud kihozni” akkor is, ha a piacot jobban ismeri – és meg is tudja változtatni a társaság stratégiai döntéseit. E miatt a jelenlegi taggal szemben meglevő *információs előnye* miatt érhet neki többet az adott társasági részesedés.

Jobb tulajdonos: kockázatmegosztás. Mint az ötödik fejezetben láttuk, eltérhet ugyanannak a részesedések értéke két ember számára aszerint is, hogy az abban megjelenő kockázatokat

miként értékelik. Vannak, akik jobban képesek ugyanazt a kockázatot viselni. Ha a kockázatviselő képességükben nem is térnek el a felek (a pénzügyi irodalom általában ezzel nem számol), akkor is lehet kétféle kockázattal összefüggő vételi (és eladási) motiváció: a fedezeti vételt [hedge] és a spekulációs vételt.

- *Fedezeti vétel* esetén azért ér valakinek többet egy adott részesedés, mint másnak, mert az ő portfóliójába jobban illik az adott részesedés, annak kockázata – kevésbé növeli a portfólió kockázatát, sőt talán csökkenti is azt. (Klein et al [2010] 403-404.)
- *Spekuláció* esetén pedig gyakorlatilag egy fogadásról van szó: a vevő azt várja, hogy a külső körülmények kedvezőbben alakulnak majd, és ezért a vállalat jobban fog teljesíteni, mint amit az eladó vár – ő magasabb későbbi osztalékokot, magasabb hozamot vár. (Klein et al [2010] 404.)

Beruházási ösztönző. Az átruházás lehetősége ösztönzi is a beruházásokat – ez az ún. *dinamikus ösztönzési hatás*. Ennek lényege egyszerű: akkor vagyunk hajlandóak (többet) beruházni, a beruházás költségeit viselni, ha annak hozama is minket illet (a hozamból nagyobb rész illet minket). (Posner [2011] 40-41.) Egy társasági részesedés megszerzésének többféle hozama is lehet – minél több hozamforma érhető el, annál nagyobb a befektetési kedv. A hozam legegyszerűbb formája az, hogy a hozamot, osztalékokat *majd* a befektető kapja. Nagyobb azonban ugyanannak a befektetésnek az értéke, ha azt is megengedjük, hogy ezt a későbbi hozamot (tipikusan a beruházás tárgyával, vagyis most a részesedéssel együtt) a befektető átruházhassa másra. Ekkor ugyanis nem kell kivárnia azt, amíg az hozamot kezd termelni, hanem akár másnap megszerezheti a várt hozam jelenértékét. A másodlagos piaccal rendelkező (könnyen átruházható) részesedések – ceteris paribus – drágábbak: ha van másodlagos piac, ha a részesedés megfelelő ajánlat esetén könnyedén értékesíthető, akkor a tag tudhatja, hogy a befektetése viszonylag likvid, nem fog „beragadni” a társaságba.

10.1.2. Normatív problémák: hátrányok, problémák

A társasági részesedések átruházásakor ugyanakkor elég sok olyan probléma felmerülhet, amely beleillik a szerződési szabadság korlátozása melletti valamelyik klasszikus érvbe: externália, magáninformáció, vagy korlátozott racionalitás jelentkezik. (A kényszer esetét nem tárgyalom itt.)

Externália: érintettek, specifikus beruházások védelme. Ha az új tag megváltoztatja (akár csak a menedzsment ellenőrzésén keresztül) a vállalat működését, az a többi érintett helyzetét is érinteni fogja. Jól vagy rosszul. Amennyiben az új tag fellép a menedzsment nem értékmaximáló döntései ellen, és ebből ők is hasznot húznak (például ezért tarthatják meg a munkahelyüket), akkor az új tag megjelenése nekik előnyös lehet. Persze lehet hátrányos is: ha a változás épp az ő vállalattal fenntartott pozícióikat rontja (például elköltözik, bezár az üzem, és ezért elveszítik a munkájukat).

Tegyük hozzá (ismételjük át): externália kapcsán nem egyszerűen arról van szó, hogy a tagcsere az egyéb érintetteknek kellemetlen – itt kifejezetten hatékonysági problémáról beszélünk! Vagyis itt azt kell látni, hogy az, amit a vesztesek (az érintettek bizonyos csoportjai) vesztenek elmarad attól, amit a nyertesek (más érintettek) nyernek. Tipikusan ilyen hatékonysági problémát jelent az, ha a tagcsere kockázata, a tagcsere veszélye miatt az érintettek bizonyos

csoportjai a társaság számára fontos idioszinkratikus beruházásaikat fogják vissza. (Ezt neveztem *akadályozási problémának* a második fejezetben.)

Externália: érintettek és az ügynök probléma. A vevő motiváció között nem csak az játszhat szerepet, hogy ő „jobb tulajdonos”, hanem az is, hogy nagybefektetőként ő is részt kaphat az „elfolyatott” vállalati vagyontól, vagyis az az új típusú ügynökprobléma haszonélvezői közé kerülhet. Ez tipikusan hátrányos a társaság többi érintettjének – ez esetben a többi tagnak is. Utóbbiaknak, mint a nyolcadik fejezetben láttuk, azért, mert emiatt csökken az osztalék – nagybefektető nem érdekelt az osztalékfizetésben, amíg a vállalati vagyonhoz, a szabad cash-flowhoz ilyen ügyletek révén is hozzájuthat.

Empirikus kutatások mutatják, hogy a vállalatok többségi részesedéseiről, többségi részvény-pakettjeiről általában a piaci árat meghaladó összegeket fizetnek a felvásárlók. Ennek sokak szerint az egyik oka, hogy ilyen módon a kifolyó jövedelmek is elérhetőek lesznek a számukra, ilyen módon is (nem csak osztalékfizetés révén) is megszerezhetik a társaság vagyont. (Gilson [2005] 1663-1664.)

Externália probléma: potenciális partnerek, piaci erő. A felvásárlásokkal szemben a közgazdászok, politikusok körében elsősorban azért erős az ellenérzés, mert abban a piaci versenyt csökkentő tényezőt látnak: általában egyik versenytárs, vagy annak domináns tagjai veszik meg a másikat. Ha pedig a piaci verseny csökken, akkor emiatt (a várakozások szerint) a vevők, a beszállítók és egyéb érintettek rosszabbul járnak – hiszen, innentől kevesebb partner közül választhatnak. A verseny hiánya a piac ún. jóléti közgazdaságtani fogalma szerint piaci kudarc – erről a következő alfejezetben szólok részletesebben.

Információs problémák. Az aszimmetrikus információ – szintén a negyedik fejezetben már látott – problémája is jelentkezhet a részesedések adás-vételekor: elképzelhető, hogy a tagok kevésbé tájékozottak és a vevők ezért nyomott áron vásárolnák fel a részesedéseket. Az ellenséges felvásárlás esetén a menedzsment tipikusan erre szokott hivatkozni: a tagok érdeke is (nem csak a menedzsmenté), hogy a vevők ne tudjanak a „valós érték alatt” hozzájutni a részesedésekhez. Az aktuális tagok „indokolatlan pesszimizmusára” hivatkozva kezd, a társaság pozitív kilátásait hangsúlyozó kampányokba ellenséges felvásárlási kísérlet esetén.

De információs probléma fordítva is jelentkezhet, amikor a vevő szenved információhiányban. Ismert példája az ún. *győzelem átka probléma*. (Thaler [1988]) Lehet, hogy a vevő azért hajlandó sokat fizetni, mert ő egyszerűen optimistább, mint a jelenlegi tag; jobb körülményeket vár. *Minél optimistább valaki, annál többre értékeli az adott dolgot.* Vagyis azok, akik végül megveszik a részesedéseket (akik a legtöbbet ajánlják) optimistábbak lesznek az átlagnál – ők lesznek a leginkább optimisták. Sőt, az is lehet, hogy túlzottan optimisták lesznek, ami már korlátozott racionális döntésekhez vezet. (Milgrom – Roberts [2005] 673.)

Mint a korlátozott felelősség kapcsán láttuk, egy társaság hozama nem csak attól függ, hogy mit tesz a vállalat, hanem attól is, hogy miként alakulnak a körülmények. Használjuk most ugyanazt a példát! A vállalat hozama négyféle lehet: 11, 1, -1 és -7. Most azonban nem tudjuk, hogy melyik helyzet bekövetkezésére mekkora az esély. A beruházás várható hozama attól függ, hogy ki mekkora esélyeket lát a négy helyzetre. Annak a számára például, aki mindegyikre ugyanakkora esélyt lát, a befektetés várható értéke 1 lesz. Annak a számára, aki szerint nagyobb esély van a jobb kimenetekre, többet ér majd a befektetés. Szélsőséges esetben (amikor biztosra veszi, hogy a legjobb helyzet következik majd be) 11-et is hajlandó lesz fizetni.

10.1. táblázat: Az optimizmus hatása a befektetés értékelésére

A	B	C	D	
11	1	-1	-7	
Esélyek				várható érték
25%	25%	25%	25%	1
30%	30%	20%	20%	2
40%	20%	20%	20%	3
50%	20%	20%	10%	4,8
100%				11

A kollektív cselekvés problémája. Az externália speciális formája az, hogy az aktuális tagok a vételi ajánlatokat (nem jogi értelemben vett) „kényszerként” élik meg: *egyénileg* nyomást érezhetnek arra, hogy ők is eladják a részesedésüket – miközben tudják, hogy *együttesen* jobban járnának, ha mindannyian visszautasítanák az ajánlatot. (Milgrom – Roberts [2005] 676.)

A példa kedvéért tegyük fel, hogy egy olyan ún. *tender-ajánlat* érkezik, amely szerint a vevő csak akkor vásárol, ha megfelelő nagyságú részesedést tud megszerezni – mondjuk a részesedések 51 százalékát. Ha a felvásárlás sikeres, akkor ugyan később azok is eladhatják a részesedésüket, akik most nem fogadták el az ajánlatot, de ekkor várhatóan kevesebbet fognak kapni. (Mondjuk olyan változásokat tervez a felvásárló, ami miatt a kisebbségi részesedések értéket vesztenek.) Ebben az esetben egy kisebb részesedéssel rendelkező tag úgy kalkulálhat:

- amennyiben elfogadja az ajánlatot
 - és a felvásárló eléri az 51%-ot, akkor megkapja a magasabb árat;
 - ha a felvásárlás nem lesz sikeres, akkor viszont nem veszít semmit azon, ha eladásra ajánlja a saját részét, mert nem kerül majd sor az adásvételre.
- amennyiben nem fogadja el, akkor
 - ha a felvásárlás sikertelen, semmit nem nyer
 - ha sikeres, veszít azon, hogy csökken a részesedés értéke.

Vagyis mindegyikük számára jobb, ha elfogadják az ajánlatot. Még akkor is, ha a tagok összességének (a társaságnak) a felvásárlás inkább árt, mint használ.

Tegyük hozzá, hogy az ilyen kollektív cselekvési problémák csak akkor jelentkeznek, ha a felvásárlási ajánlatnak nincs versenytársa. Ha ugyanis a tagok összességének valóban rosszabb az ajánlat, akkor felléphet olyan versenytárs, aki jobb ajánlatot tesz mindenkinek. (Bebchuk [1982]) Felléphet – de a tranzakciós költségek miatt nem biztos, hogy fellép. Ilyenkor (az ellenséges felvásárlás veszélyére hivatkozva) gyakori az ún. *menedzsmenti kivásárlás*, vagyis amikor maga a menedzsment tesz vásárlási ajánlatot a tagoknak. Ilyenkor próbálhat ún. *fehér lovagot* szerezni (Milgrom – Roberts [2005] 636), vagyis olyan baráti befektetőt, akitől a menedzsment nem fél, mert nem mozdítaná el, mert nem hozna az övével ellentétes döntéseket a taggyűlésen.

Korlátozott racionalitás. A részesedések eladása, vétele kapcsán is erőteljesen megjelenhet mindaz, amit a negyedik fejezetben korlátozott racionalitásként ismertünk meg. Különösen, mivel a részesedésekkel (nem utolsó sorban) kockázatokat adnak-vesznek a felek: kockázatok értékelésekor pedig majd mindig felbukkanhatnak a látott anomáliák. Emiatt a vevők általában alul-, az eladók felülbecsülhetik a részesedések értékét.

A negyedik fejezet függelékében látott problémák közül majd mindegyik okozhat ilyen tipikus eltérést. Az ún. viselkedési pénzügyi irodalomban [behavioral finance] (Klein et al. [2010] 444-448.)

a leggyakrabban felbukkanó, a fizetés s az elfogadási hajlandóságot befolyásoló korlátozott racionalitás számlájára írható tényezők:

- a reprezentativitás torzítása (vagyis amikor valamilyen jó vagy rossz kimenet esélyét értékeljük azért tévesen, mert nemrég történt hasonló eset – Klein et al. [2010] 444.)
- a túlzott magabiztosság (vagyis amikor a kimenet kockázatát, sokszínűségét becsüljük alá, mert túlzottan is bízunk az előrejelzéseinkben – Klein et al. [2010] 445.)

10.1.3. Az átruházás akadályai

Tranzakciós költség alatt (annak legegyszerűbb definíciójaként) azt értettük, hogy egy kölcsönösen előnyös tranzakció nem megy végbe valamilyen akadály miatt. Jelen esetben azt kell ez alatt értenünk, hogy valamilyen ok miatt egy részesedés nem kerül át ahhoz, akinek ez a részesedés, ez a tagi pozíció többet érne, mint a mostani tagnak. Ennek sokféle oka lehet. Lehet, hogy a jog kifejezetten tiltja. Lehet, hogy olyan eljárási követelményeket támaszt, amelyek teljesítése meglehetően bonyolult. Ezek a jogi (törvényi) akadályok. De a társasági részesedések átruházása sokszor azért nehéz, mert valamilyen társasági döntés akadályozza azt.

Tiszta jogi akadályok. Sokszor a jog emel akadályokat a részesedések adásvétele elé. Társasági részesedések esetén a teljes átruházási tilalom – az állami vállalatokat leszámítva – ugyan ritka, de az előfordul, hogy az ilyen tagcserét jelentős adminisztrációhoz kötik. Például

- módosítani kell emiatt a társasági szerződést – vagyis a tagoknak kifejezetten vétőjoguk van: el kell fogadniuk az új tagot (különben nem járulnak hozzá a társasági szerződés módosításához),
- az állami nyilvántartásban szerepelnie kell a tagok aktuális névsorának – ezért a tagcsere a bejegyzés módosítását is megköveteli,
- maga a részesedés ugyan megszerezhető, de egyes ahhoz kapcsolódó jogok csak bizonyos adminisztratív lépések nyomán gyakorolhatók (például az előző fejezetben látott módon: a szavazati jog gyakorlása megköveteli a részvénykönyvbe való felvételt)
- a tagok „kiszoríthatják” az új tagot: például ha elővásárlás joguk van, vagyis, elég, ha a részesedést az általa ajánlott áron megvásárolják a korábbi tagtól.

Társasági döntések hatása. Maga a társaság is állíthat mesterséges akadályokat új tagok megjelenésével szemben. Ezeket a megoldásokat tipikusan a nagyobb vállalatok esetében alkalmazzák. Ugyanakkor ezek a korlátok nem érvényesülnek automatikusan: tipikus, hogy a társaság alapszabálya, a társasági szerződés lehetővé teszi ezen korlátozó eszközök bevetését, de a menedzsmenst dönthet arról, hogy adott tag megjelenése esetén alkalmazni akarja-e. (A jogi akadályok minden tagcsere esetén érvényesülnek.) Ezek a korlátok azonban csak akkor érvényesíthetők, ha a jogrendszer nem lép fel ezek ellen: sok jogrendszerben megkérdőjelezik fel, hogy ezen megoldások, vagy azok egyike-másika jogszerű-e. (Tegyük hozzá: itt a jognak a között kell dönteni, hogy kívánja-e korlátozni a tagok – előző fejezetben látott – társaságirányítási eszközeit, hiszen ezek a döntések a tagok taggyűlésen született határozatai, annak érdekében, hogy növelje a tagok kilépési esélyét. Davidoff [2012] 224.)

Ilyen az átruházást gyakorlatban akadályozó eszközök lehetnek:

- *Méregpirulák:* a vásárlás hírére a társaság – tipikusan roppant kedvező áron – új részesedéseket bocsát ki az aktuális tagok számára. Emiatt a vevőnek ugyanakkora

részesedés megszerzéséhez több részvényt kell felvásárolni, vagyis a többség elérése megdrágul. (Milgrom – Roberts [2005] 677.)

- *Differenciált szavazati jogok (differential voting rights) megadása:* ilyenkor ugyanannak a szavazatszámnak az eléréséhez több részesedést kell megszerezni, ha az el nem adott részesedések között van olyan, amely a részesedését meghaladó szavazati súllyal rendelkezik. (Milgrom – Roberts [2005] 677.) Például hiába szerzi meg valaki a részesedések felét, a szavazatok kevesebb, mint felével fog csak rendelkezni.
- *A szükséges szavazatszám emelése:* Hasonló a hatása annak, ha a társaságirányítás szabályait alakítják át, például 50% fölötti szavazathoz kötve a menedzsment visszahívását, leváltását.
- *Kivásárlási kötelezettség:* a felvásárlónak előírják, hogy sikeres „hatalomfelvétel esetén” a kisebbséget ki kell vásárolnia – amennyiben azok kérik. (Azokat kell kivásárolnia, akik kérik.) Ez emeli a felvásárlás várható költségét, hiszen a vevő számolhat azzal, hogy akár a szükséges részvénytől is túl is vásárolnia kell.

A kivásárlási kötelezettség ellentéte a *kiszorítási jog*, amikor a felvásárlónak van joga felszólítani a kisebbséget, hogy adja át neki a részesedését. Ez a lehetőség nyilvánvalóan növeli a felvásárlók ösztönzését – olyan jogot kapnak, amelyről később szabadon dönthetnek.

- *Munkavállalói részvények kiadása:* ezzel a menedzsment biztosítja, hogy az ellenséges felvásárlást (tipikusan) veszélynek tekintő csoport kezében legyen a részesedések egy jó része. A munkavállalók ugyanis a legtöbbször (nem alaptalanul) tarthatnak attól, hogy az új vezetés megszorításokkal, így a munkavállalói pozíciók rontásával, a szociális juttatások csökkentésével, elbocsátásokkal kezdi majd a tevékenységét.¹⁰¹ A társasági részesedések ezen részéhez a felvásárló nem férhet hozzá (sokszor kifejezetten lehetetlen is az ilyen részesedések átruházása).
- *Felperzselt föld taktika [scorched earth policies]* (Milgrom – Roberts [2005] 677-678.): ilyenkor a menedzsment lehetőséget kap arra, hogy ellenséges felvásárlás esetén olyan lépéseket tegyen, amelyek csökkentik a társaság értékét. Például a menedzsment egy „barátnak” vételi jogot ad a társaság valamelyik fontos vagyonelemére. Ha például az „aranytojást tojó tyúkot” ígérnek oda, akkor a vállalat felvásárlása nagyrészt értelmét veszti, hiszen ezt a vagyonelemet a „barát” – jogával élve – olcsón ki fogja vinni a társaságból.

Igaz, ezek a technikák a megmaradó részvényeseknek is rossz, az ő részesedéseik értékét is rontja, de fontosabb ennél, hogy az ellenséges felvásárlás esélye csökken. (Vagyis sokszor nem kell azt a gyakorlatban megtenni, elég csak fenyegetni a lépéssel.)

Hasonló hatás van annak, ha ugyan nem adnak el értéken alul semmit, csak a készpénzállományt csökkentik. Ha ugyanis a vállalat alacsonyabb készpénzállománnyal (és inkább egyéb vagyontárgyakkal) rendelkezik, akkor nehezebben lehet a rövidtávú finanszírozási problémákat megoldani. A készpénzállomány csökkentésének bevett módja, hogy

¹⁰¹ Ez a félelem azért nem alaptalan, mert az ellenséges felvásárlók általában azért jelennek meg, mert a társaság működésében ki nem használt profitnövelési, költségcsökkentési lehetőségeket látnak. E lehetőségek viszont az aktuális működési mód megváltoztatását követelik.

Ugyanakkor az is igaz, hogy a társaságok átvételét a legtöbbször nem (pontosabban csak nagyon ritkán) követi komoly, tömeges elbocsátás. (Milgrom – Roberts [2005] 674.)

- a menedzsment terjeszkedni kezd – például más vállalatokat vásárol fel. Ezek vagyona (vagy ha önálló jogi személyként megmaradnak, akkor a bennük levő részesedés értéke) ugyan megjelenik a vállalat vagyonában, de egy-egy ilyen tranzakció jelentősen megnyirbálja a pénzállományt, a szabad cash-flowt is.
 - a társaság a saját részesedéseit vásárolja vissza. Ez persze kedvezőtlennek tűnik a menedzsment számára: a kevesebb kint maradó részesedés miatt kevesebbet kell megszereznie a felvásárlónak. (Ennyiben pont a méregpirulák ellentéte.) De fontosabb ennél az, hogy a részesedések visszavásárlása során csökken a készpénzállomány.
- *Arany ejtőernyők (golden parachute)*: a menedzsment jelentős végkielégítést köt ki arra az esetre, ha el kellene hagynia a vállalatot – például egy felvásárlás nyomán. (Ez a megoldás a felperzselt föld taktikájának is része lehet: jelentősen csökkentheti ugyanis az új menedzsment számára megmaradó szabad pénz mennyiségét.) (Milgrom – Roberts [2005] 575, 678-679.)
- Ugyanakkor ez a megoldás gyakran hasznos is az új tagnak: csökkenti a korábbi vezetés ellenállását, kevésbé kell tartani attól, hogy a társaság forrásait csökkentő módszerekhez nyúl majd.
- Az arany ejtőernyők másik előnye, hogy a menedzsment idioszinkratikus beruházásait is ösztönzi – csökkenti az akadályozási problémát: a mindenkori menedzsment tudhatja, hogy a felhalmozott specifikus tudása nem vesz el teljesen egy – bármilyen okból történő – elbocsátás esetén. Ezért inkább hajlandó beruházni. Ez a tagoknak akkor is hasznos, ha nem kell ellenséges felvásárlással számolniuk. (Milgrom – Roberts [2005] 678.)
- *Greenmail*, vagyis a részvények kedvezményes visszavásárlása: a menedzsment felajánlja a részesedést felvásárló új tagnak, hogy felárral visszavásárolja tőle a részesedéseket – vagy fizet neki azért, hogy felhagyjon a támadással. (Milgrom – Roberts [2005] 679-680.) Ekkor persze a vállalat vagyona csökken; a menedzsment a vállalat vagyonából védi meg a saját pozícióit.

10.2. A PIACI MŰKÖDÉSE

A felvásárlások menedzsmentet ösztönző hatása kapcsán az alapfeltevés általában az, hogy a piac (nagyjából) megfelelően értékeli a cégek, a részesedések értékét. (Fama [1970]) Ha a menedzsment rosszul teljesít, túl sok pénz folyik ki a vállalatból, akkor a részesedések értéke leesik, és ilyenkor nő az esélye, hogy az aktuális tagok „kilépnek” – esetleg az ellenséges felvásárlásnak is. Vitatott azonban, hogy a piac valóban megfelelően értékeli-e a részesedéseket. (Klein et al. [2010] 443., Fairfax [2012] 181.)¹⁰² A „megfelelő értékelés” alatt általában azt értik az erre hivatkozó szerzők, hogy a piaci ár az első fejezetben látott fundamentális értéknek felel meg. (Gilson – Krakman [2012] 458)

A probléma megválaszolásához két fogalmat kell tisztázni:

- mit értünk piacon? (Milyen eltérő felfogások léteznek arról, hogy mit is jelent a piac?)
- mit értünk azon, hogy a piac hatékonyan működik?

¹⁰² Az ezzel kapcsolatos viták, az irodalom bővebb áttekintéséért lásd Davidoff [2012].

10.2.1. A piac fogalmai

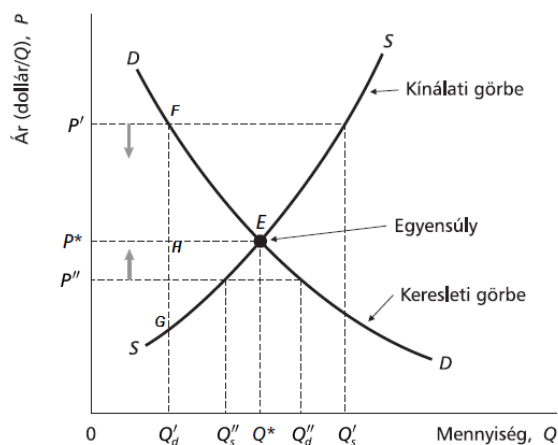
A különböző közgazdaságtani modellekben két piacfogalom jelenik meg, egy tágabb és egy szűkebb. A tágabb kulcsa a szabad csere, a szűkebbé az egyensúlyi ár kialakulása. Utóbbi fogalom mellett elkötelezett szerzők gyakran épp a „piac” hiányát látják azon helyzetekben, amik az első fogalom alapján nyugodtan piacnak tekinthetők.

Tágabb piacfogalom a csere. E piacfogalom kulcsa az – elsősorban a második és harmadik fejezetben – tárgyalt szabad szerződés: piaci tranzakció az, ha a felek szabadon megállapodhatnak a szerződésük feltételeiben. Láttuk ott azt is, hogy a piac (a szerződések) működésének alapfeltétele az alacsony tranzakciós költség.

Szűkebb piacfogalom: verseny, egyensúly. A másik piacmodell (az ún. jóléti közgazdaságtan piacmodelljének) kulcsa a kereslet és a kínálat. Fő állítása az, hogy amennyiben az árak alakulását nem akadályozza semmi, akkor kialakul az az egyensúlyi ár, amely mellett a keresett mennyiség éppen megegyezik a kínált mennyiséggel.

Figyelni kell a fogalmazásra! Keresett, illetve kínált mennyiségről beszélünk és nem keresletről, illetve kínálatról. A kereslet és a kínálat nem mennyiség, hanem egy-egy függvény.

A kereslet a 10.1. ábrán a D-vel jelölt, keresleti görbe néven látható függvény. Azt mutatja, hogy minél magasabb az ár, annál alacsonyabb a keresett mennyiség. A magasabb P' árnál kialakuló Q'_d kisebb, mint a P'' árnál kialakuló Q''_d . A kínálat (az ábrán S-sel jelölve) ezzel ellentétes függvény: nagyobb ár mellett magasabb a kínált mennyiség. A keresett és a kínált mennyiség P^* ár mellett egyenlő – ekkor mindkét mennyiség Q^* . P^* az *egyensúlyi ár*, Q^* az *egyensúlyi mennyiség*.



10.1. ábra: A jóléti közgazdaságtan piacmodellje

Ebben a modellben a piac működésének kulcsa a termékek *homogenitása*: ugyanolyan termékből nagyon sok van; a vevőnek mindegy, hogy éppen kitől, melyik darabot veszi meg: az egyik és a másik (tökéletes) helyettesítője egymásnak. Amikor a tőkepiacra gondolunk, akkor könnyen érhető a homogenitás fogalma. Ugyanis ez a részvény definíciójának (közgazdasági) lényege – a homogenitás a különbség a részvény és a társasági részesedés más formái között. A részvény a részesedésnek az a fajtája, amikor az egy értékpapír formájában is megjelenik. A részvény (elsősorban a tőkepiaci szabályok miatt) nagyon hasonló jogokat tartalmaz a

különböző társaságok esetén – szemben azzal, hogy a tagok jogai nagyon erősen eltérhetnek. Sőt, adott társaságon belül is komoly eltérés lehet az egyes tagok jogai között – az azonos részvénytípusba tartozó részvények között azonban nem. Nem mindegy, hogy egy kft-ben valaki X vagy Y tag részesedését szerzi meg valaki; ezzel szemben mindegy, hogy X vagy Y részvényét – akár különböző részvénytársaságokban. És éppen ez a homogenitás tesz lehetővé, hogy a részvény roppant könnyen (alacsony tranzakciós költséggel) átruházható. Emiatt alakulhat ki élénk másodlagos piac. (És persze fordítva: a másodlagos piac csak homogén részesedéseket, vagyis részvényeket tud befogadni. Ha egy társaság azt akarja, hogy a részesedéseinek legyen másodlagos piaca, akkor el kell fogadnia a részvénytőzsdé szabályait.)

A jóléti közgazdaságtan piacmodellje felteszi azt is, hogy az egyes termékek eladói és a vevők *versenyeznek* egymással. Ezért alakul ki az egyensúlyi ár. Ha a piaci ár magasabb, mint az egyensúlyi, akkor nagyobb a kínált, mint a keresett mennyiség. Az eladni akarók ezért versenyezni fognak egymással (egymással és nem a vevőkkel!) – el akarják érni, hogy a vevő tőlük vásároljanak. E verseny piaci formája az, amikor elkezdik csökkenteni az áraikat, egymás alá ígérnek. Ezen verseny miatt az ár csökken. (Hasonlóképp: ha az ár az egyensúlyi alatti, akkor a vevők kezdenek versenyezni egymással – a piacon úgy, hogy hajlandóak többet fizetni.)

Ezen a ponton érdemes visszatérni a monopólium-, vagy piaci erő problémára. Az előbb láttuk, hogy a piaci egyensúly a verseny miatt alakul ki: viszont, ha csökken a verseny, akkor nem fognak egymás alá (vagy vevői oldalon egymás fölé) ígérni. Ha nem indul el a verseny, nem indul el az ár az egyensúlyi ár felé – fennmaradhat (sőt, tipikusan fenn is fog maradni) az egyensúlytól eltérő árszint.

Eltérések a két piacmodell között: példák. Az egyensúlyra és versenyre alapuló a modellben a piac diktálja az árat. A cserére alapuló piacmodellben a szerződés megállapodás egyik pontja az ár, amit a felek szabadon alakítanak. A két megközelítés bizonyos helyzeteket eltérően értékel. Például monopólium esetén, amikor nem alakul ki az egyensúlyi ár, a szűkebb (egyensúlyra, versenyre alapuló piacmodell) azt fogja mondani, hogy hiányos a piaci mechanizmus. Ezzel szemben az alkura épülő modell ezt piaci mechanizmusnak látja, mindaddig amíg a vevők nincsenek rákényszerítve, hogy számukra előnytelen szerződést kössenek (a fizetési hajlandóságukat meghaladó árat fizessenek).

10.2.2. A csere hatékonysága: Coase-tétel

A második fejezetben már láttuk az ún. Coase-tételt. E szerint, amennyiben

(a) az alkuban résztvevő felek jogai *ex ante* pontosan szabályozottak és ismertek, valamint

(b) a tranzakciós költség nulla, akkor

a felek szabad alkujára révén létrejövő végeredmény mindig Pareto-hatékony lesz.

Azt is láttuk ott, hogy a kulcskérdés a tranzakciós költségek nagysága: amennyiben azt sikerül leszorítani, akkor a felek szerződéses alapon megoldják a problémáikat – azonban, ha ez magas, akkor alternatív megoldásokat keresnek. (Például épp ezért hoznak létre vállalatot.)

Hatékonysági elemzés. A Pareto-hatékonyság azt jelenti, hogy egy tranzakciós költségek nélküli világban a szerződések révén kialakuló helyzet nem csak a két félnek lenne jobb. Senkinek nem lenne jobb szerződés híján. Mostani példánkban: a részesedés átruházásával senki nem járna rosszul. Kicsit megengedőbb (a Kaldor-Hicks-féle) hatékonyságfelfogás szerint lehetnek ugyan, akik rosszabbul járnának emiatt a kooperáció miatt, de ők kevesebbet vesztenek, mint amennyit a többiek nyernek.

A részesedés átruházása, különösen egy ellenséges felvásárlás nyilvánvalóan káros lehet a menedzsment, és esetleg a vállalat változatlan működésében érdekelt érintettek számára. Erre a Coase-tétel „válasza”: tranzakciós költségek hiányában a részesedést eladó és az azt megvevő fél ezeket a hatásokat is mérlegelné. Ugyanis, ha nincs tranzakciós költség, akkor azok, akiket a tranzakció érint, szólni, tiltakozni tudnak – amivel a tranzakció résztvevőinek is számolni kell. Ha például a menedzsment nem akarja, hogy adott vevőhöz kerüljön a részesedés, akkor fizethet (például osztalékot) a jelenlegi tagnak – meggyőzve ezzel, hogy tartsa meg a részesedését. Ugyanígy (bár bonyolultabb technikák révén) a többi érintett is „lefizetheti” az aktuális tagot, ha úgy gondolja, hogy jobb neki, ha a tag nem adja el a részesedését. Ha nincs tranzakciós költség, akkor ezen érintettek közötti kooperációnak sem lesz semmi akadály. (Az externália ilyen felfogásáért lásd: Milgrom – Roberts [2005] 404.)

Gyenge és erős Coase tétel. Az előbb látott tételt *gyenge vagy hatékonysági Coase-tételnek* is nevezik. Ez ugyanis csak azt állítja, hogy a tranzakciók hatékonyak lesznek. E szerint, a jog hat arra, hogy mennyi részesedést vásárolnak, mennyire lesz „aktív” a részesedések piaca. Nem mindegy például, hogy az eladó vagy a vevő viseli-e annak a kockázatát, hogy a menedzsment a vállalat valós helyzetét elhallgatja. Ha a vevőt terheli ez a kockázat, akkor várhatóan kevesebb részesedést fognak megvásárolni, mint ha az ilyen elhallgatott információk miatti károkat az eladótól utólag követelni lehetne.

Ezzel szemben az ún. *erős Coase-tétel* szerint a jogrendszer nem hat arra, hogy a részesedésekből (vagy bármilyen más áruból, szolgáltatásból) mennyi cserél gazdát. Ezt az erős tételt *invariancia-tételnek* is nevezik: ugyanis azt állítja, hogy ha változik is a jog, az eladott, megvett mennyiség akkor sem változik. A jog erre nem hat. E tétel szerint: amennyiben

(a) az alkuban résztvevő felek jogai *ex ante* pontosan szabályozottak és ismertek, valamint

(b) a tranzakciós költség nulla, és

(c) vagyoni hatás nem jelentkezik, akkor

a felek szabad alkujá révén létrejövő végeredmény mindig *Pareto-hatékony és ugyanaz lesz, függetlenül attól, hogy kezdetben melyik fél milyen jogokkal rendelkezett.*

A (c) feltétel, a *vagyoni hatás hiánya* azt jelenti, hogy adott ember számára egy adott jog *ugyanannyit ér akkor is,*

- ha a csere előtt az övé, és azt kell eldöntenie, hogy *mennyit kérne érte minimum* – ezt hívjuk *elfogadási hajlandóságnak*, és
- ha nem az övé, fizetnie kell, hogy megszerezze, és azt kell eldöntenie, hogy *mennyit adna érte maximum* – ez a *fizetési hajlandóság*.

Röviden: azt jelenti, hogy a fizetés és az elfogadási hajlandóság egyenlő.

Coase és a Coase-tétel. Ronald Coase munkáját ugyan a legtöbben ezzel a tétellel azonosítják, azonban a Nobel-díjas közgazdász munkájának fő üzenete éppen e tételek „tagadása”. (Coase [1988/2004]) Klasszikus írásában (Coase [1960/2004]) ugyanis épp arra akarja felhívni a figyelmet, hogy ezek az előfeltevések (mindenekelőtt a tranzakciós költségek hiánya) irreálisak.

Ha a tranzakciós költség jelen van, akkor a piac soha nem lesz tökéletesen hatékony. Ez azonban semmiképpen nem jelenthet valamiféle „piacellenességet”. Ugyanakkor a *Nirvána-tévedést* el kell kerülni! (Demsetz [1969]) Nem elég ugyanis csak azt látni, hogy egy megoldás (a piac) nem nyújt hatékony megoldást egy adott problémára – azt is látni kell, hogy az alternatív megoldás (a piac korlátozása) javítani fog a helyzeten. Erre ugyanis nincs garancia. Sokszor egy rosszul működő megoldást csak egy még rosszabbra cserélhetjük le. (Tegyük hozzá: ez nem csak akkor fontos szempont, ha azt keressük, hogy a piac vagy annak korlátozása-e a hatékonyabb. Ugyanígy igaz minden döntésre – és ugyanígy igaz akkor is, ha nem a hatékonyság a döntési szempont, hanem bármi más. Például az, hogy valami csúnya, vagy igazságtalan, nem jelenti azt, hogy ami helyette lesz, az szebb, vagy igazságosabb lesz.)

Piac hatékonyságának javítása. A szabad csere, szabad tranzakciók, szabad kooperáció helyeként felfogott piac tehát akkor fog hatékonyabban működni, ha a tranzakciós költségeket sikerül leszorítani. Ennek technikáit fent – a harmadik, negyedik fejezetben – láttuk:

- megfelelő diszpozitív szabályokat kell kialakítani,
- a kikényszerítésnek jól kell működnie (hibrid szerződések esetén is),
- nem fenyeget kényszer, és
- kezelni lehet az információs aszimmetriát, illetve a korlátozott racionalitást is.

10.2.3. A piaci ár hatékonysága

Az (egyensúlyi) árat diktáló, a versenyre (és nem a felek közötti megállapodásra) épülő piacfelfogás fontos kiindulópontja, hogy *bizonyos feltételek* teljesülése esetén a piac hatékony. Azonban az ezt állító irodalomban (sajnos) keveredik a hatékonyság – első fejezetben látott – „hagyományos” felfogása és a piac információs felsőbbrendűségének állítása. Az előbbi a jóléti közgazdaságtan kérdése, míg az információs felsőbbrendűség (vagy „spekulációs hatékonyság” – Klein et al. [2010] 443.) a pénzügyi irodalomban, mint az ún. *hatékony tőkepiacok modellje* jelenik meg.

Jóléti közgazdaságtan. A normatív közgazdaságtan fontos állítása, hogy ún. *piaci kudarcok hiányában a piaci egyensúly mindig hatékony.* Ezt mondja ki a *jóléti közgazdaságtan első tétele*.¹⁰³ Piaci kudarcok a korábbi fejezetekben már mind felbukkantak: (i) a – negyedik fejezetben látott – externália, (ii) az – előző fejezetben részletesen tárgyalt – közjószág és kollektív cselekvési probléma, (iii) a többször felbukkant információs aszimmetria és (iv) az – e fejezet elején látott – monopólium, vagy piaci erő probléma. Ha ezek a kudarcok nem bukkannak fel, akkor a piaci egyensúly hatékony.¹⁰⁴

¹⁰³ Magyarul például Cullis – Jones [2003] 9-10.

¹⁰⁴ A jóléti közgazdaságtan második tétele nekünk most kevésbé fontos. ez azt mondja ki, hogy amennyiben a sok lehetséges Pareto-hatékony helyzet közül bármelyik előállítható piaci egyensúlyként. Ha a „döntéshozónak” valamilyen – a kötetben nem tárgyalt – igazságossági ok miatt adott Pareto-hatékony pont nem szimpatikus, de egy

A piaci egyensúly a 10.1. ábrán P^* (ez az egyensúlyi ár) és Q^* (ez az egyensúlyi mennyiség). De miért gondoljuk, hogy ez Pareto-hatékony? Ennek bizonyításához csak azt kellene belátni, hogy ha bármilyen más ár lenne, akkor valakik rosszabbul járnának. Ezt nem nehéz bizonyítani, ha értelmezni tudjuk a keresleti és a kínálati függvényt.

Tegyük fel, hogy megkérdezzük az egyes embereket: mennyit lennének hajlandóak maximum fizetni adott vállalatban levő egy egységnyi (mondjuk 1%-os részesedésért) részesedésért – mekkora a *fizetési hajlandóságuk*? Majd megkérdezzük, hogy mennyit fizetnének a második, harmadik stb egységért. Miután ez megtörtént, sorba rendezzük az ajánlatokat: először a legmagasabb összeget írjuk fel, majd a többit csökkenő sorrendben. Ha ezt a sorrendet egy függvényben ábrázoljuk, akkor megkapjuk a keresleti függvényt. Vagyis az, hogy a Q'_d mennyiséghez éppen P' ár tartozik, azt jelenti, hogy a Q'_d -dik darab részesedést éppen P' áron venné meg valaki. A keresleti függvény a fizetési hajlandóságokat ábrázolja csökkenő sorrendben.

A kínálati függvény fordítva: az elfogadási hajlandóságokat ábrázolja növekvő sorrendben. A mögött az a kérdés van, hogy az aktuális tagok minimum mennyit kérnének egységnyi részesedésért.

Igen ám, de a piacon a vevőnek nem kell kifizetnie a Q'_d -dik darabért a P' árat. Ha a piaci ár P^* lesz, akkor az a vevő, aki éppen a Q'_d -dik helyen állt a sorban, és P' árat is megadott volna azért, az az üzleten $P' - P^*$ mennyiséget nyert: ennyivel többet ér az ő számára az adott egységnyi részesedés, mint amennyit fizetett érte. Ezt nyeri ő azon, ha a piaci áron vásárol – ezt nevezzük *fogyasztói többletnek*. Vegyük észre, hogy a Q^* -dik darab előtt mindegyikért többet fizettek volna, mint P^* -ot, vagyis mindegyik vevője nyert. Egyszerű matematikával belátható, hogy az ő összesített többletük a keresleti görbe és a $P^* - E$ egyenes közötti terület fejezi ki. Hasonlóképpen megtehetjük ezt az elemzést a kínálati oldalon, ahol a kínálati görbe és a $P^* - E$ egyenes közötti terület a *termelői többlet*et adja.

Innentől egyszerűen belátható, hogy miért Pareto-hatékony a piaci egyensúly. Bármilyen más ár alakulna ki vagy a vevők vagy az eladók rosszabbul járnának: ha alacsonyabb lenne az ár az eladók, ha magasabb a vevők. Ha alacsonyabb lenne az ár a termelői többlet, ha magasabb a fogyasztói többlet csökkenne..

Persze az is (sokszor) igaz, hogy a másik csoport viszont ezen nyerne. Például a magasabb áron a vevők biztosan vesztenek, az eladók viszont (valószínűleg) nyernének. De a vesztesek (most a vevők) mindig többet vesztenek a nem egyensúlyi áron, mint amennyit a nyertesek (mostani példánkban az eladók) nyernek.

Vegyük egy egyensúlyit meghaladó árat – például P' -t! A fogyasztókat ez az áremelkedés két csoportra osztja:

- Az egyik csoport az, aki továbbra is vásárol, csak magasabb áron – tudjuk, hogy éppen Q'_d mennyiséget akarnak venni. Ők annyit vesztenek, hogy többet kell fizetniük: épp a $P' - P^*$ közötti felárat.
- A másik csoport az, aki a magasabb ár mellett már nem vásárol – ők azok, akiknek a fizetési hajlandósága magasabb (vagy egyenlő) volt ugyan, mint P^* , de nem érte el a P' -t. Ez az utóbbi csoport mit veszít? Azt hogy nem kapja meg a számára P^* -nál többet érő dolgot P^* áron. Vagyis a fogyasztói többletét veszti el.

Az áremelkedés azonban az eladókat is két csoportra osztja.

- Egyrészt vannak azok, akik továbbra is el tudnak adni, de az egyensúlyinál drágábban. Vegyük észre: ők pont annyi részvényt tudnak eladni, amennyit a vevők megvesznek, vagyis Q_d -t. És a felár amit ők kapnak épp akkor, mint amennyivel magasabb áron

másik az lenne, akkor azt is elérheti piaci egyensúlyként, vagyis a piaci árak szabad alakulása révén. (Csak – hasonlóan az első Coase-tételhez – azt kell módosítani, hogy a piac működése előtt kinek milyen jogai vannak; innentől hagyhatja a piaci versenyt működni.)

vásárolnak a vevők, vagyis $P' - P^*$. Vagyis az ő hasznuk pont annyi, amennyi az első (továbbra is vásárló) vevői csoport vesztesége volt.

- o Másrészt vannak azok, akik nem tudnak eladni, mert magasabb áron kevesebbet vesznek. A piaci mennyiség csökkenése miatt kiesik a Q'_d és a Q^* közötti termékeken elérhető fogyasztói többlet.

A nyertesek (az első eladói csoport) nyeresége épp akkora, mint az egyik vevői csoport vesztesége. A két fennmaradó csoport (a mennyiség visszaesése miatt veszítő vevők és eladók) veszteségét viszont semmi nem ellensúlyozza. Vagyis a nem-egyensúlyi áron a vesztesek összesen többet veszítenek, mint amennyit a nyertesek nyernek.

Tőkepiaci ár és fundamentális érték. A tőkepiacok esetére lefordítva a jóléti közgazdaságtan első tétele azt állítja, hogy a piaci kudarcok nélkül működő piacon az egyensúlyi ár a vállalat (hosszútávú) fundamentális értékének felelne meg. Figyeljünk azonban: nem azt állítja a (jóléti) közgazdaságtan, hogy a *valós piac* hatékony, az *aktuális piaci ár* megfelel a fundamentális értéknek. A jóléti közgazdaságtan nem tagadja, hogy piaci kudarcok léteznek. (A tőkepiacon ezek közül a legfontosabb az információs probléma, amellyel a következő alfejezet foglalkozik.)

Ugyanakkor a pénzügyi irodalomban ezt a jóléti közgazdaságtani felfogást sok kritika éri. (Roll [1977], Zingales [2010], Gilson – Krakman [2012] 458-459) Elsősorban azért, mert olyan állításokat tesz, amit nem lehet sem bizonyítani, sem cáfolni: a fundamentális érték a gyakorlatban szinte soha nem állapítható meg. A fundamentális érték megállapításához ugyanis, mint az első fejezetben láttuk, tudni kellene, hogy a vállalat a jövőben melyik évben mekkora várható osztalékot fog hozni, illetve mekkora lesz a volatilitás. Éppen ezért az sem dönthető el soha, hogy a piac valóban az elvárásoknak megfelelően működik-e.

Az információs felsőbbrendűség fogalma. Épp ezért amikor a pénzügyi irodalom a „tőkepiac hatékony működéséről” beszél, akkor ezen (megtévesztő módon) csak a piac információs felsőbbrendűségét érti, vagyis azt, hogy a piaci árak a befektetők rendelkezésére álló információkat jól tükrözi (Klein et al [2010] 440., Gilson – Krakman [2012] 456-457, Andor [2015] 39-40.). Ennek a modellnek az állítása csak annyi, hogy a piaci árnál jobb információsűrités nem létezik: az összes a *piacon rendelkezésre álló információt* tartalmazza.

Más megfogalmazás szerint – adott információk alapján – nincs lehetőség ún. *arbitrázsra*. Az arbitrázs a fedezeti célú vétel [hedge] és a spekuláció mellett a harmadik olyan cél, amely miatt valaki részesedéseket vásárolhat. (Klein et al [2010] 404-405.) Akkor beszélünk arbitrázsról, ha a vevő olyan lehetőségre bukkan, amely kockázatmentes azonnali hozamot garantál neki – olyan lehetőséget lát, amit, ha adott piacon adott áron megvesz, azt további (például szállítási, adó, kereskedelmi) költség, további kockázatok felvállalása nélkül drágábban azonnal el is adhat. Ilyen arbitrázsra ad lehetőséget például az, ha az egyik tőzsdén ugyanannak a részvénynek az ára más, mint más tőzsdén. (Leszámítva persze azt az esetet, ha a két tőzsdén más az adásvétel után fizetendő adó, vagy költség.) (Gilson – Krakman [2012] 457)

A pénzügyi irodalmon belül azonban komoly vita folyik arról, hogy a piac pontosan „mit is ismer”, mely információkat is sűríti össze az árban. Három fontosabb formája van a modellnek (Milgrom – Roberts [2005] 615-616, Klein et al [2010] 441-442.)

1. A hatékony piacok hipotézisének *gyenge formája* azt állítja, hogy a piacok a múltbeli és a jelenlegi részvényárakat sűrítik össze a piaci árban. Másképp fogalmazva: a befektetők (a brókerek, a pénzügyi tanácsadók) az aktuális árak, a múltbeli árak áralakulásának vizsgálatával nem tehetnek szert biztos nyereségre. A piacon semmiféle

árváltozást nem lehet a múltbeli adatok alapján előre jelezni – technikailag pontosabban: a jövőbeli árak legpontosabb becslése a mai ár. (Egy ilyen piacon a korábbi árváltozások alapján előrejelzéseket tevő az ún. *technikai elemzés* hatástalan, értelmetlen.)

2. A hipotézis erősebb formái szerint nem csak a múltbeli árak, információk épülnek be a piaci (aktuális) árakba, hanem az információk szélesebb köre. A hatékony piac hipotézisének ún. *közepesen erős formája* szerint az árak az összes nyilvános információt tükrözik. Az árak a pénzügyi jelentésekben közölt, a sajtóban megjelenő a vállalatot érintő információkra is reagálnak (mondjuk egy sztrájkfenyegetésre, egy új termék bevezetésére, egy vezetőváltásra, egy felvásárlásra). Aki az egyensúlyi áron vásárol, az ezek ismerete révén sem tehet szert várható nyereségre. (Csak az tud – várhatóan – nyerni a piacon, akinek nem nyilvános, ún. *bennfentes információi* is vannak.) Ezen közepesen erős verzió szerint, amikor a vállalat valamely új bejelentést tesz, az azonnal beépül az árba. Mire az új információ alapján vennénk, vagy eladnánk az ár már megváltozott, az árat a piac már korrigálta, vagyis az adásvételen nem nyerhetünk.
3. A hatékony piacok hipotézisének *erős formája* szerint már a *bennfentes információk* is tükröződnek a részvények áraiban. Az ezen erős változat hívei arra szoktak hivatkozni (Milgrom – Roberts [2005] 618-619), hogy a részvényárak gyakran már azelőtt az adott irányba mozdulnak, hogy a társaság a bejelentést megtenné, az információt nyilvánosságra hozná.

Kérdés persze, hogy miért gondolná bárki, hogy ezen információk (a múltbeli áralakulásról szólók, a nyilvános, vagy az összes, így a nem nyilvános információk is) beépülnek az árakba. A válasz: ha olyan ár alakulna ki, amely nem tükrözi ezeket az információkat, akkor azok, akik azokat figyelembe veszik, az alulértékelt részvényekből a várható áremelkedésre várva vásárolni fognak; a felülértékeltet pedig árcsökkenésre játszanak.¹⁰⁵ Az átlagosan, vagy csak kevésbé informált szereplők figyelhetik ezeknek a több információt felhasználó szereplőknek a lépéseit, követhetik őket: ha vesznek, akkor ők is vesznek, ha eladnak, ők is eladnak. És ez a tömeges mozgás már elmozdítja az árakat: a felülértékelt részvények ára csökken, az alulértékelté nő. Az egyensúlyi (sem felül-, sem alulértékelt) ár felé tart. (Klein et al. [2010] 444., Gilson – Krakman [2012] 464)

Tegyük hozzá a hatékony tőkepiacok modellje sem állítja, hogy a valós piacon nem maradhat fenn „rossz” (az adott információkat nem tükröző) ár. Ezt nevezük zajos kereskedelemnek [noisy trade]. (Klein et al. [2010] 445.)

Ha például a piacon túl kevesen vannak az informált résztvevők, akkor nekik *nagyon kockázatos* lehet az előző „informált döntés”. Az ugyanis csak akkor lesz nyereséges, ha kivárják, amíg a piac korrigál (a felülértékelt részvény ára csökken, egy alulértékelt részvényé nő). De ki kell várni ezt a korrekciót – ami nagyon hosszú ideig is tarthat. Ha túl sokan vannak a tájékozatlanok, túl kevesen követik a tájékozott vételi és eladási döntéseit, akkor erre a korrekcióra csak hosszabb távon kerül sor.

¹⁰⁵ Ez az ún. *shortolás*: olyan szerződést köt valakivel, hogy meghatározott (például az aktuális mai) áron el fog neki adni részvényt adott idő múlva – a partnere pedig vállalja, hogy azon az áron meg is veszi tőle. Ezzel a részvényt az eladó a szerződés megkötésekor nem rendelkezik – akkor akarja majd megvásárolni, amikor a részvény árfolyama valóban leesik. (A shortolás ennyit jelent: olyan dolog eladását vállaljuk, amellyel az adott pillanatban nem rendelkezünk, hanem később fogjuk előállítani, vagy beszerezni.)

Viszont az informált fél nem biztos, hogy ki tudja ezt várni. Minél rövidebb időre tudja nélkülözni a pénzét, minél rövidebb időre tud befektetni, annál nagyobb az esélye, hogy a korrekció csak ezen időszakon túl következik be. (Klein et al. [2010] 445.)

A bennfentes kereskedelem és a hatékony (információs szempontból felsőbbrendű) piacok. A bennfentes kereskedelem tilalma egy „vagy hallgatsz, vagy kereskedsz” szabályt jelent: ha valaki nem nyilvános információk birtokában van, akkor addig nem vehet részt a kereskedésben, amíg ezt meg nem osztja. (Bainbridge [2000] 773-774, Bainbridge [2009] 272-337.) (Az sokszor vita tárgya, hogy kire is vonatkozik ez a tilalom: csak az adott vállalat menedzsereinek meghatározott körére, azokra akik ilyen információkhoz a vállalattól, annak menedzsmentjétől jutottak, vagy bárkire, aki nem nyilvános információk birtokában van. Bainbridge [2009] 272-273.)

A bennfentes kereskedelem tilalmának ellenzői általában épp az előbb látott folyamatra hivatkoznak – és azt állítják, hogy ezen nem nyilvános információk szabad felhasználása nem tenné rosszabbá a piacot. Sőt, esetleg több információval látná el azt: a menedzserek az általuk ismert információk alapján vennének, eladnának, és a többiek őket figyelve következtethetnének legalább az üzleti titkok, a nem nyilvános információk tartalmára. (Bainbridge [2000] 777-780)

A bennfentes kereskedelem ellenzői tilalma elsősorban a járadékvadászat veszélyével érvelnek (Bainbridge [2009] 784-790): ha szabadon lehetne az ilyen nem nyilvános (titkos) információkat felhasználni, akkor jobban megérné ilyen információs előnyt kreálni. Várhatóan, tehát a vállalatvezetők az információkat vissza fogják tartani, annak érdekében, hogy a részvények adásvételével nyereségre tegyenek szert. Ráadásul ez nem csak azoknak okoz kárt, akikkel a menedzsment üzletel (akiknek részvényt ad el, akiktől részvényt vesz). hanem minden érintettnak, hiszen az információk titokban tartása érdekében vállalati erőforrásokat használ. (Tegyük hozzá: ezeket az ügyleteket épp a tagokkal kötik – a mai tagok részesedéseit vásárolják fel alacsony áron, vagy a jövőbeli tagoknak adnak el részesedést magas áron.)

A tőkepiac hatékonyságának javítása. A hatékony tőkepiacok modellje szerint tehát az ár információs értelemben felsőbbrendű, de nem feltétlenül tükrözi a fundamentális értéket. A „hatékony piacok modellje” szerint azonban amennyiben elérhető, hogy a több információ kerüljön ki a piacra, akkor a piaci ár – várhatóan – közelíteni fog a fundamentális értékhez, vagyis az allokációs szempontból hatékony árhoz.

10.3. NYILVÁNOSÁG

Láttuk, a piac hatékonyságának – bármelyik értelemben is használjuk – alapvetően függ attól, hogy milyen információkkal rendelkeznek a vevők és az eladók. A piacok információs felsőbbrendűségének modellje szerint, ha több a nyilvános információ, akkor az egyensúlyi ár közelebb lesz az allokációs szempontból hatékony (fundamentális értékelésnek megfelelő) árhoz. A jóléti közgazdaságtan modellje szerint pedig a piaci kudarcok egyike az információs aszimmetria. És a második fejezetben láttuk, hogy a több elérhető információ – a kiszámíthatóság, a kockázat csökkenése – a szerződéskötés tranzakciós költségeit is csökkenti. Első közelítésben tehát úgy gondolhatnánk, hogy az információ mennyiségének növelése mindenképpen üdvözlendő. Bár azonnal fel kell ismerni azt is, hogy az információ előállítás és terjesztése költséges, vagyis ezt a költséget azért érdemes összevetni a pozitív hatásokkal. Különösen, ha figyelembe vesszük, hogy az információ nyilvánosságra hozatala, a nyilvánosság

kikényszerítése kifejezetten csökkentheti is az információ mennyiségét. Mielőtt azonban erre a – látszólagos – paradoxonra rátérnék, érdemes végiggondolni, hogy hogyan érhet el a jogrendszer, hogy ne maradjon rejtve információ a piaci szereplők előtt.

Információval kapcsolatos jogintézmények. Ebben az alfejezetben a részesedések (részvények) vevőikhez és eladóikhoz eljutó információk mennyiségét és minőségét meghatározó intézményeket vizsgálom. Három ilyet kell kiemelni: a megtévesztés tilalmát, a tévedés miatti érvénytelenséget és a tájékoztatási kötelezettséget.

- *A megtévesztés tilalma:* Minden jogrendszerben elvárás a tranzakcióban részt vevő fellekkel szemben az, hogy hamis információkat ne közöljenek egymással. Az így kötött szerződések érvénytelenek.
- *Tévedés:* bizonyos „fontosabb” információk hiánya szintén megalapozhatja a szerződés érvénytelenségét. Itt már találunk nagyon fontos eltéréseket az egyes jogrendszerek között. Abban ugyan minden jogrendszer egyetért, hogy a kockázatvállalás és az információhiány különböző – előbbit fel kell vállalnia egy szerződést kötő félnek –, de abban már komoly különbségek vannak, hogy az egyes jogrendszerek szerint a jövővel kapcsolatos információk hiánya mikor számít egyszerűen a szerződéskötéskor felvállalt kockázatnak, és mikor tévedésnek. További fontos különbség az, hogy a jogrendszerek ugyanúgy kezelik-e azt a helyzetet, amikor a tévedés kétoldalú (egyik fél sem tudott valamiről) és amikor aszimmetrikus (az egyik fél tudott róla, ezért tájékoztathatta volna a partnerét).¹⁰⁶
- *Tájékoztatási kötelezettség:* a legtöbb jogrendszer egyes személyeket nem csak arra kötelez, hogy ha bizonyos információkat ismer, akkor osszanak meg, hanem arra is, hogy szerezzék meg azokat és osszák meg őket. A társasági jogban ilyeneket láttunk a pénzügyi jelentések, a számviteli kötelezettségek körében. Ezek az információk innentől a részesedésüktől megválni akaró aktuális és a részesedést megszerezni akaró potenciális tagok számára is elérhetőek lesznek. (Érdemes kiemelni: a társasági jogban a tájékoztatási kötelezettség általában nem az eladóra, illetve a vevőkre ró kötelezettséget, hanem a vállalatokra, így az előírás megszegésének következménye sem mindig az adásvétel érvénytelensége, hanem az, hogy a tájékoztatásért felelős személlyel – például a könyvvizsgálóval – szemben felléphet a sértett fél.)

10.3.1. Az információadás pozitív elemzése

A nyilvánosságra hozatalt megkövetelő jogintézmények információgyűjtésre gyakorolt hatásáról a legismertebb modell Anthony T. Kronmané (Kronman [1978]). Éppen ezért ennek ismertetésével és kritikájával kell kezdeni.

Kronman-modell. Ha az információhiányban szenvedő felet felmentjük a szerződés teljesítése alól, akkor emiatt csökken a magáninformáció haszna: ha az informált félnek fel kell világosítani a másikat, akkor utóbbi vélhetően visszautasít majd olyan szerződéseket, amiket tájékoztatlanul elfogadna. Vélhetően olyan szerződéseket utasítana el, amelyek az informált félnek nagyobb

¹⁰⁶ Lásd erről magyarul Menyhárd [2000]

hasznokat garantálnának. Vagyis tévedés miatti érvénytelenítés esetén a tájékozottság hozama csökken – gyengül az ösztönzés az információszerzésre.

Kritika. A Kronman-modell leegyszerűsített következtetését több kritika is érte. A pozitív kritika arra helyezik a hangsúlyt, hogy a tévedés miatti érvénytelenség nem is biztos, hogy visszafogja az információgyűjtést. Pontosabban: csak az információk bizonyos körének megszerzésére hat.

- (i) *Véletlen információszerzés:* Információhoz juthat valaki *aktív* módon, vagyis úgy, hogy erőforrásokat ruház be az információszerzésbe, de *véletlenül* is. Véletlenül akkor sem fogunk kevesebb információra bukkanni, ha kisebb azok haszna. (Például Cooter – Ulen [2005] 308.)
- (ii) *Más előny:* Az információ beszerzésére nem biztos, hogy azért kerül sor, mert egy szerződés minél kedvezőbb feltételekkel történő megkötéséhez kell. Ilyen egyéb előny az, ha az adott fél az információt nem csak az adásvételben használja fel. Az aktuális tulajdonos nyilvánvalóan azért is gyűjt információt, hogy a vagyónával kapcsolatban jobb döntéseket hozzon – nem csak azért, hogy az adásvétel során jobb árat érhessen el. Ilyen az, amit az aktuális tag a társaságirányításban érhet el. (Shavell [2004] 333-334. Posner [2011] 129.)

Önkéntes információfeltárás folyamata. A másik kritika, hogy az sem biztos, hogy a tévedés és a tájékoztatási kötelezettség jogintézménye növeli azon egyébként már meglévő információk körét, amelyek nyilvánosságra kerülnek.. Vannak olyan információk, amelyek akkor is nyilvánosságra kerülnek, ha erre a jog nem ösztönöz. Ez az ún. *önkéntes információfeltárás* esete. (Baird et al [1994] 89-90) Például, miért ne osztana meg valaki egy „jó hírt”, ami miatt a partnere hajlandó többet fizetni, jobb szerződést kötni? Ha egy vállalatnak nagyon jók a kilátásai, akkor azt a menedzsment vélhetően közölni is fogja – akkor is, ha arra semmi nem kötelezi.

A folyamat innen, a jó hírek közlésétől indul. Ebből viszont a másik oldalon levő fél vonhat le következtetést: ha valaki hallgat, akkor azt jelzi ez, hogy nincs jó híre, amit közölhetne. A meg nem szólalókat ezért rosszabbul fogják megítélni. Viszont, mivel róluk nem lehet tudni semmit, így az összes hallgatásba burkolózó partnert egy kalap alá veszik majd – azokat is, akik ezen a csoporton belül relatíve jobbak. A relatíve jobbak érdeke ezért az információadás lesz, hiszen így tudják magukat megkülönböztetni a még náluk is rosszabbaktól. És így tovább. A sorozat akkor ér véget, amikor már csak két olyan potenciális partner van, aki nem szólt – és közülük a jobbik megszólal, hogy ne mossák össze a legrosszabbal. Vagyis végül mindenki elmondja az információit önként.

Az önkéntes információfeltárás folyamat működésének azonban négy feltétele van:

- *A megtévesztés hiánya:* az adott információt a partner számára csak akkor jelzés, ha nem kell attól tartania, hogy megtévesztik őt. Ebből következik, hogy minél kevésbé riaszt el a megtévesztéstől a jogrendszer, annál kevésbé fognak hinni a szereplők az önként adott információknak – annál nagyobb szükség lehet a tévedés doktrínájára, vagy a tájékoztatási kötelezettségre.
- *Az információk rendelkezésre állnak (vagy viszonylag olcsón megszerzhetőek):* ha az információ nem áll rendelkezésre, akkor nem igaz, hogy az hallgat, aki rossz minőségű

- lehet, hogy csak nem ismeri az adott információt. Vagyis minél drágábban állítható elő valamilyen információ (minél bonyolultabb például egy pénzügyi jelentés) annál nagyobb szükség lenne a tévedés doktrínájára, a kötelező információadás előírására.
- *A magáninformációval rendelkező felek között verseny van:* a verseny azért fontos, mert a magáninformációval rendelkező feleket főleg az motiválja, hogy megkülönböztessék magukat a többiektől – ők szerezzék meg az adott szerződést, ne a versenytársuk. A másik oldalon az információra váró félnek is azért éri meg egyáltalán foglalkozni a hozzá érkező adatokkal, mert sok partner közül választhat. (Tegyük hozzá: a verseny a részesedések piacán ritkán hiányzik – már csak azért sem jelent komoly problémát a versenyhiány, mert az egyes társaságok tagjainak nem is csak egymással kell versengeniük, hanem más befektetési formákkal is, például a bankbetéttel, a közvetlen hitelnyújtással, az ingatlanbefektetéssel, külföldi valuta vásárlásával, stb.)
- *A menedzsment érdekeltsége:* az információadásról a menedzsment dönt, és lehetnek olyan információk, amelyeket azért nem akar megosztani, mert a vállalat értékét növelné ugyan, de az ő egyéni érdekeltségét sérti – például ki lehetne következtetni belőle, vagy kifejezetten felszínre hozná a vállalati vagyon kifolyatásával kapcsolatos információkat. (Coffee [1984])

10.3.2. Az információadás normatív elemzése

A normatív érvek azt vizsgálják, hogy egyáltalán hatékonysági probléma-e, ha adott információ mennyisége alacsony, ha az visszaesik. Ez csak az ún. produktív információk kapcsán van így. (Cooter – Ulen [2005] 306-308)

Produktív és redisztributív információk. Érdeemes két információtípust elkülöníteni. *Produktív*, vagy *jólétnövelő* egy információ, ha lehetővé teszi, hogy a létező erőforrásokat hatékonyabban használjuk fel. Ezzel szemben a *redisztribúciós*, vagy *újraelosztási célú információk* nem hoznak létre új értéket. Ezek előnye a megszerzőjük számára csak az, hogy kedvezőbb feltételeket érhet el a partnerével szemben.

Ha a potenciális tag, a vevő felismeri, hogy miként tehető eredményesebbé a vállalat (és a menedzsmentet képes is a változásra rábíjni), akkor ez nyilvánvalóan produktív információ. A vállalat értéke alacsonyabb marad, ha nem szerzi meg a részesedést.

Ezzel szemben, ha valaki partnerénél előbb tudja meg egy nagyberuházás vagy egy új szabályozás tervét, amely a cég nyereségére is erősen hat, majd erre reagálva vesz vagy ad el, akkor ezzel nem hoz létre új értéket. A részesedések ára, a társaság értéke az információ nyilvánosságra kerülése után mindenképpen megváltozik – csak hogy ez az árváltozás az információt korábban megismerő fél zsebébe vándorol. A tájékozatlan fél elbukja ezt.

A produktív és a redisztributív információk elhatárolása azonban nem egyszerű: a legtöbb információ ún. kevert információ, amelynek vannak produktív és redisztributív elemei is. Például, amikor valaki visszatart egy produktív információt, akkor azt azért teszi, hogy ő nagyobb haszonhoz jusson vagyis ez az „elhallgatás” óhatatlanul redisztribúciós célt is szolgál. A két információtípus szétválasztásához érdemes egy viszonylag egyszerű tesztet segítségül hívni. (Hirshleifer [1971], Zhou [2011] 34-35.) Eszerint redisztributív információról akkor beszélünk, ha viszonylag rövid időn belül az adott információ automatikusan – vagyis tudatos

kutatás nélkül is – eljutna az érintettekhez. A produktív információ nem ilyen: ott a későbbiekben is csak komoly kutatás, tudatos keresés után lesz elérhető az információ.

Persze az információ *korábbi* megszerzése is lehet nagyon fontos: például hiába tudná meg mindenki, hogy adott pillanatban milyen az időjárás, vagy, hogy lesz-e földrengés, nem mindegy, hogy valaki azt egy héttel korábban tudja. Vagyis az igazi különbség a produktív és a redisztributív információk között, hogy ennek a gyorsaságnak a haszna mekkora.

Az információ költsége. A tájékoztatási kötelezettség abban tér el elsősorban a tévedés doktrínájától, hogy nem csak azt követeli, hogy ha valaki ismeri, akkor adja is át az információkat, hanem azt is, hogy bizonyos információkat szerezzen meg. Kérdés azonban, hogy ezen információ előállításának (és megosztásának) költsége hogyan viszonyul ahhoz a haszonhoz, amihez az információkból a másik fél jut. Az információszerzés, és az információadás nem öncél.

Ráadásul, az sem biztos, hogy az információ egyszerűbbé teszi-e azok életét, akikhez eljut. Elképzelhető például, hogy olyan információról van szó, ami számukra nem fontos. Elképzelhető, hogy érdekli ugyan őket, de nehezen értelmezhető a számukra. Ezekben az esetekben az információs előírás vissza is üthet: az érkező információk nem növelik, hanem csökkentik a tájékozottságot – ugyanis az információ mennyiségének növekedésével nagyobb az esélye, hogy valaki éppen a neki fontos elemeket nem fogja megtalálni. (Hermalin – Katz [2006])

Információk külső szereplőktől. Láttuk az előző fejezetbe, hogy a társaságok kapuőrei gyakran „kifelé” az aktuális tagon kívül a többi érintett (például a hitelezők), vagy éppen potenciális érintett (például a részesedésvásárlást tervező potenciális tagok, a szerződés kötést fontolgató potenciális hitelezők felé) felé is szolgáltat információkat. És megjelennek „független” tanácsadó intézmények is, amelyek szintén információsűrítéssel foglalkoznak: információkkal látják el a potenciális részesedés-, részvényvásárlókat. A legfontosabbak ezek közül a *hitelminősítők*, akik az értékpapírokat – és az azok mögött álló vállalatokat – értékelik.

Azonban ezen „szakértői jelentések”, „szakértői információk” könnyen túlzott bizalmat alakíthatnak ki. Gyakori, hogy a piaci szereplők túlzottan is megbíznak ezekben az értékelésekben, és ezért lemondanak azon információk összegyűjtéséről, amit ezek hiányában beszereznének. Ha pedig az ezen intézmények által nyújtott információk nem helyesek, akkor a piaci szereplők rosszabb információs helyzetbe is kerülhetnek, mint amilyenben ezen intézmények nélkül lennének.

Ezen intézmények működésében több olyan elem is van, amely miatt sokak szerint ezek is inkább rontják a tájékozottságot. A kritika szerint ezek az intézmények nem ösztönöztek arra, hogy megfelelő értékelést végezzenek, jó minőségű információt adjanak. (Darbellay – Partnoy [2012]) Három erre utaló okot emelek itt csak ki.

Komoly viták tárgya, hogy ezen intézmények *jogilag felelősek* lehetnek-e az általuk adott rossz értékelésekért: lehet-e tőlük ilyenkor kártérítést követelni¹⁰⁷, illetve mekkora lehet ez az összeg. Mint a következő fejezetben látjuk majd a felelőség hiánya, vagy felelőség erőteljes korlátozása

¹⁰⁷ Az Egyesült Államokban a 2010-es Dodd-Frank törvényig tartotta magát az a nézet, hogy a hitelminősítők ugyanúgy nem vonhatók felelősségre az általuk adott értékelésért, ahogy a sajtó sem, ha véleménycikket közöl. Ugyanis a hitelminősítők is csak a szabad véleménynyilvánítás jogával élnek. (Darbellay – Partnoy [2012] 277.)

csökkentheti az intézmények elővigyázatosságát, csökkentheti azt, amit a téves, rossz jelentések elkerülése érdekében tesznek.

A normatív joggazdaságtani irodalom a felelőségük korlátozására általában az ún. *tiszta gazdasági kár* alapján lát okot. Ez olyan kár, amikor az elmaradt haszon önmagában – más kárelem nélkül – jelentkezik. Az ilyen károkat sok esetben nem téríti meg a jogrendszer. A tiszta gazdasági kár bevett tipológiája (Bussani – Palmer [2003] 10-14., Palmer –Bussani [2008] 15-20. De Mot [2009] 202-203.) szerint ez a rossz tanácsadás tipikus esete. Ilyen esetben a kiindulópont az, hogy a károkozó (vagyis esetünkben a hitelminősítő), az általuk kötött szerződésben felvállalta-e az ilyen másoknak okozott károk megtérítését. Ha igen, akkor a jognak egyszerűen annak fényében szerencsés döntenie a kárviselésről.

Ha erről a szerződés nem szól, akkor a diszpozitív szabály lép életbe. A kérdés ezért az, hogy mi legyen ez a diszpozitív szabály: rátolja-ez a hitelminősítőkre annak kockázatát, hogy a piacon sok vagy kevés tranzakció lesz. A kár nagysága ugyanis attól függ, hogy hányan adják el a részvényeiket a tévedés napfényre kerülése előtt.

A hatékony diszpozitív szabályt pedig csak akkor találhatjuk meg, ha nem felejtjük: amennyiben ezt a kárt a hitelminősítőnek kell viselnie, akkor emiatt magasabb áron fog szerződést kötni. Giuseppe Dari-Mattiacci és Hans-Bernd Schäfer ennek kapcsán arra hívja fel a figyelmet, hogy az sem biztos, hogy ilyenkor a piacon a kereskedelemben részt vevők hajlandóak lényegesen többet fizetni egy olyan intézménynek, aki ilyen garanciát is vállal. Ex ante ugyanis van esély arra is, hogy a hitelminősítő rossz értékelése miatt a „valósnál” nagyobb, de arra is, hogy annál kisebb ár alakul ki. A tipikus kockázatsemleges (mert diverzifikálásra képes) befektető ez ellen a kockázat elleni garanciáért keveset fizetne. (Dari-Mattiacci – Schäfer [2007] 22.)

Ugyanakkor a jogi felelőség hiánya sokak szerint azért nem probléma, mert ezen intézmények számára a *piaci reputáció* roppant fontos, és komolyan rongálja ezt, ha bedől egy vállalat, amelynek jó értékelést adtak. Viszont a piaci reputáció nem biztos, hogy kellő visszatartó erő – elsősorban a kialakult *tranzakciós forma* miatt. Ezen intézmények megbízója ugyanis tipikusan maga a vállalat. Ő pedig értelemszerűen nem lesz elégedett egy rossz minősítéssel – és kereshet más hitelminősítőt, amely jobb ajánlást ad.¹⁰⁸ Elképzelhető ezért, hogy ezen intézményeknek nem a pontos, hanem a vállalat számára kedvező jelentés hoz új megbízásokat. (Darbellay – Partnoy [2012] 277)¹⁰⁹

Annak oka, hogy az értékelt, a vállalat a megrendelő – és nem a piacon annak alapján eljáró szereplők – elsősorban a *kollektív cselekvési probléma*: a piaci szereplők közül senki nem lesz érdekelt abban, hogy finanszírozza azt az értékelést, vizsgálatot. A jelentés eredménye nyilvános, vagyis a potenciális vevők potyázni fognak. (A vevők megbíznak ugyan időnként tanácsadókat egy-egy vállalat átvilágításával, de ezen jelentések eredménye nem kerül ki más piaci résztvevőkhöz.) (Darbellay – Partnoy [2012] 283.)¹¹⁰

¹⁰⁸ Szemben az ötödik fejezet függelékében látott kibocsátás-szervezővel, akinek a reputációja roppant fontos a vállalat számára is: ha nem megfelelő intézményt választ, akkor nem fogják lejegyezni a kötvényeket.

¹⁰⁹ További problémát okoz sok helyen a hitelminősítők „törvényi védelme”, vagyis az, hogy bizonyos befektetéseket nem tehetnek meg különböző szervezetek – elsősorban kormányzati szervezetek – anélkül, hogy az adott befektetés ne rendelkezne megfelelő minősítéssel. Ez gyakorlatilag „engedélyező hatóság” helyzetébe hozza őket, amely egy biztos megrendelésállományt garantál a számukra: aki szeretné, hogy az értékpapírját ezek a szervezetek vásárolhassák, kénytelen hitelminősítőket kérni és fizetni. (Darbellay – Partnoy [2012] 275-276.)

¹¹⁰ Tegyük persze hozzá: a hitelminősítők nyilvános adatok alapján „reklámcélból” elvégzik olyanok elemzését is, akik nem fizetnek nekik. De erre ritkán kerül sor – olyan szervezeteket értékelnek így, amelyek értékelése komoly hírértékkel bír.

Ezen szervezetek *értékelési módszertana* általában nem *nyilvános* – azt az intézmények üzleti titokként kezelik. Ezért nehéz is megítélni, hogy az értékelés *ex ante* mennyire volt pontos. A titkosság nehezíti az intézmények felelősségre vonását – és ezen keresztül akadályozza azt, hogy kellően megalapozott értékelések elkészítésére ösztönözzük őket. Másik oldalról viszont épp ez a titkosság az, ami megteremti a *dinamikus ösztönzőt*: az intézmény maga arathatja le a jobb értékelések hozamát, ha fejleszti az értékelési technikáit. Amennyiben a módszertan nyilvános lenne, akkor kevesebb technikai fejlesztést várhatnánk – hiszen az egyik hitelminősítő által kifejlesztett technika, ha sikeres, azonnal a versenytársak számára is elérhető lenne. (Vagyis a jól sikerült fejlesztéseket azonnal átveszik a többiek, ezért igazi hasznot ne hoznak – ha viszont ne válnak be, akkor a költségek, és a reputációvesztés a fejlesztőé.) (Darbellay – Partnoy [2012] 282-283.)

Ugyanakkor persze ezen hiányosságokat is a Nirvána-tévedést elkerülve kell értékelni. Figyelembe kell venni, hogy bár ezen ösztönzők miatt lehet, hogy az információk nem tökéletesek, de ez nem jelenti azt, hogy ezek az információk rosszabbak, mint amiket a piaci szereplők maguktól összegyűjtenének.

10.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezetből természetesen elsősorban a piacmodell az, amit gond nélkül vihetünk magunkkal más közgazdasági, jogi kérdések elemzésére. Láttuk, hogy abban ugyan eltér a két modell, hogy mit is érthetünk a piac működésén, de abban egyetért, hogy a piac nem mindig működik hatékonyan: vannak, lehetnek piaci kudarcok, felmerülhetnek olyan intézményi akadályok (tranzakciós költségek), amelyek megakadályozzák, hogy az aktuális piac elérje a (közgazdaságtan által vizsgált) Pareto-hatékony helyzetet.

Ugyanakkor azt is láttuk, hogy (sajnos) a közgazdaságtan egyes területei – különösen a pénzügyi modellek – másként használják a piac hatékonyságának fogalmát. Számukra a hatékonyság nem Pareto-hatékonyságot jelent, hanem egyszerűen azt, hogy olyan árak alakulnak ki, amelyek a rendelkezésre álló információkat a legjobban összesítik – nincs olyan alternatív (például mérnöki, tervezési) mechanizmus, amely több információt vehetne figyelembe. Ez a piac információs felsőbbrendűség tana.

Végül a fejezetben láttuk azt a módszert, ahogyan a joggazdaságtan a tévedésben kötött szerződésekhez viszonyul. Láttuk, hogy az ösztönző hatások – elsősorban az információszerzési ösztönző – áll ezen gondolkodás fókuszpontjában is. Vannak esetek, amikor épp az információszerzés korlátozása a cél – és ezért lehet hatékony ha a tévedés egy szerződés érvénytelenségére indokot szolgáltat. De nem minden esetben van ez így: van, amikor az információgyűjtés ösztönzése fontosabb, és ezért a szerződésnek tévedés mellett is érvényesnek kellene maradnia.

IRODALOMJEGYZÉK

Andor György [2015]: *Az üzleti gazdaságtan alapjai*. in: Kövesi János (szerk.): *Menedzsment-és vállalkozás-gazdaságtan* Typotex, Budapest

- Bainbridge, Stephen M. [2000]: Insider Trading in: Boudewijn Bouckaert – Gerrit De Geest (szerk.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Edward Elgar, Cheltenham 772-812
- Bainbridge, Stephen M. [2009]: *Corporate Law*. Foundation Press, New York.
- Baird, Douglas – Robert Gertner – Randal Picker [1994]: *Game Theory and the Law*. Harvard University Press, Cambridge
- Bebchuk, Lucian A. [1982]: The Case for Facilitating Competing Tender Offers. *95 Harvard Law Review*. 1028-1056
- Bussani, Mauro – Vernon Palmer [2003]: The notion of pure economic loss and its setting', in Mauro Bussani – Vernon Palmer (szerk.): *Pure Economic Loss in Europe*. Cambridge University Press, Cambridge
- Coase, Ronald H. [1960/2004]: A társadalmi költség problémája. in: Ronald H. Coase: *A vállalat, a piac és a jog*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest 137-214.
- Coase, Ronald H. [1988/2004]: Megjegyzések a társadalmi költség problémájához. in: Ronald H. Coase: *A vállalat, a piac és a jog*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest 215-254
- Coffee, John C., Jr. [1984]: Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance. *84 Columbia Law Review*. 1145-1296
- Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Cullis, John – Philip Jones [2003]: *Közpénzügyek és közösségi döntések*. Aula, Budapest.
- Darbellay, Aline – Frank Partnoy [2012]: Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 273-297
- Dari-Mattiacci, Giuseppe – Hans-Bernd Schäfer [2007]: The core of pure economic loss, *27 International Review of Law and Economics* 8-28
- Davidoff, Steven M. [2012]: Takeover Theory and the Law and Economics Movement, in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 216-231.
- De Mot, Jef:[2009]: Pure economic loss. in: Michael Faure (szerk.): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Demsetz, Harold. [1969]: Information Efficiency: Another Viewpoint. *12 Journal of Law and Economics*. 1-22
- Fama, Eugene F. [1970]: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *25 The Journal of Finance* 383-417
- Gilson, Ronald J. [2005]: Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *119 Harvard Law Review*. 1641-1680

- Gilson, Ronald J. – Reinier Kraakman [2012]: Market Efficiency After the Fall: Where Do We Stand Following the Financial Crisis? in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 456-475.
- Hermalin, Benjamin E. – Avery W Katz, [2006]: Privacy, Property Rights, & Efficiency: The Economics of Privacy as Secrecy. *4 Quantitative Marketing and Economics*. 209-239
- Hirschman, Albert O. [1995]: *Kivonulás, tiltakozás, hűség*. Osiris, Budapest
- Hirshleifer, Jack [1971]: The Private and social value of information and the reward to inventive activity. *61 American Economic Review*. 561-74.
- Klein, William A. – John C. Coffee Jr – Frank Partnoy [2010]: *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*. 11th edition. Foundation Press, New York.
- Kronman, Anthony T. [1978]: Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts *7 Journal of Legal Studies* 1-34
- Manne, Henry G. [1965]: Mergers and the Market for Corporate Control. *73 Journal of Political Economy*. 110-120
- Menyhárd Attila [2000]: *A szerződés akarathibák miatti érvénytelensége*. Szladits Szeminárium kiadványai 1. ELTE ÁJK Polgári Jogi tanszéke, Budapest
- Milgrom, Paul – John Roberts [2005]: *Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Palmer, Vernon– Mauro Bussani [2008]: *The Pure Economic Loss*. (New Horizons in Comparative Law) Rutledge, London/New York:
- Posner, Richard A. [2011]: *Economic Analysis of Law* (8th edition). Aspen Law and Business, New York:
- Roll, Richard [1977]: A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *4 Journal of Financial Economics*. 129-176
- Shavell, Steven [2004]: *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press, Cambridge, MA.
- Stout, Lynn [2017]: The Economic Nature of the Corporation, in: Francesco Parisi (szerk.): *The Oxford Handbook of Law and Economics Volume 2: Private and Commercial Law*. Oxford University Press. Oxford 337-357
- Thaler, Richard H. [1988]: Anomalies: The Winner's Curse. *2 Journal of Economic Perspectives*. 191-202
- Zhou, Qui [2011], Contractual mistake and misrepresentation. in: G. de Geest (szerk.): *Contract Law and Economics*, 31-56.
- Zingales, Luigi [2010]: Learning to live with not-so-efficient markets. *4 Daedalus*.31-40

FOGALMAK

Vállalatirányításért folyó piaci verseny	Elfogadási hajlandóság
Dinamikus ösztönző	Fizetési hajlandóság
Elsődleges vs. másodlagos piac	Tranzakciós költség
Externália	Nirvána-tévedés
Piaci erő	Jóléti közgazdaságtan tételei
Győzelem átka	Információs felsőbbrendűség
Kollektív cselekvési probléma	Piaci kudarcok
Fehér lovag	A hatékony tőkepiac modellje: gyenge /
Elővásárlási jog	közepesen erős / erős modellje
Méregpirula	Bennfentes kereskedelem
Kivásárlási kötelezettség	Megtévesztés tilalma
Kiszorítási jog	Tévedés miatti érvénytelenség
Felperzselt föld taktika	Tájékoztatási kötelezettség
Arany ejtőernyő	Kronman-modell
Greenmail	Véletlen információszerzés
Egyensúlyi ár	Információszerzés egyéb indokai
Csere	Önkéntes információfeltárás
Verseny	Produktív vs. redisztributív információ
Pareto-hatékonyság	Információfeldolgozás költsége
Kaldor-Hicks-féle hatékonyság	Hitelminősítők
Gyenge vs. erős Coase-tétel	

11. A MENEDZSMENT FELELŐSSÉGE

Ha a menedzser a vállalat, a társaság számára kárt okoz, köteles-e megtéríteni azt? Mikor lesz ezért a kárért felelős: hogyan rendelkezik erről a jog, és hogyan rendelkezhet erről (előre) a társaság? Mi okuk lenne a tagoknak, hogy kizárják a menedzsment felelősségét, azt, hogy kár esetén kártérítést fognak kérni? Milyen tényezőktől függ, hogy a károsultak, a társaság pert indít-e a felelőssé érvényesítése érdekében? Mennyiben más a perindítás lehetősége akkor, ha kevés tagból áll egy társaság, vagy akkor, ha sok befektetője van? Mitől függ az, hogy egy per eljut-e bírósági döntésig, vagy a felek „útközben” megegyeznek?

Akit kár ér, legyen szó magánszemélyről vagy társaságról kárai megtérítése érdekében kártérítési per indíthat. Ezen per célja ugyan esetében elsősorban az, hogy szeretni a kárát csökkenteni, eltüntetni – de a közgazdaságtani modellek szerint ezen perek elsősorban preventív célt szolgálnak. (A jogi irodalom nagy része¹¹¹ szerint is legalábbis az egyik, de talán a legfontosabb célja a kártérítési jognak a prevenció.) Ezek révén lehet ugyanis befolyásolni a későbbi (potenciális) károkozók és károsultak elővigyázatosságát, azt, hogy mekkora lesz a várható kár a jövőben. Ebben a fejezetben is erre a kérdésre a megelőzés, a prevenció, az ösztönzés kérdésére koncentrálok.

A kártérítési jog szerint ahhoz, hogy a károsult kártérítésre legyen jogosult, a károkozónak kártérítést kelljen fizetnie négy elemet kell a bíróságnak bizonyítva látni:

1. a károkozó jogellenesen járt el,
2. a károsultat kár (vagy személyiségi jogi jogsértés) érte,
3. a károsult kárát a károkozó jogellenes magatartása okozta és
4. a kárért a károkozó felelős.

Jogellenesség esetén a válasz általában egyszerű: a szerződésszegés és (a magyar jog szerint) mások jogainak megsértése önmagában jogellenes – kivéve egy-két speciális esetet. Ilyen kivétel, ha a károsult hozzájárulását adta, vagy ha a kár abból fakad, hogy a károkozó piaci versenyt generált és ennek keretében elcsábította a másik üzleti partnereit. Ezzel a problémával ebben a fejezetben nem foglalkozom a továbbiakban. A másik három téma (megtérítendő károk köre, okozati összefüggés, felelősségi formák) azonban központi kérdései e fejezetnek. Megvizsgálom általában is (a polgári jogi felelősség intézményei, a kártérítési jog miképpen befolyásolják a felek döntéseit), de elemzem majd a vállalatvezetők felelősségének speciális szabályait is.

A társaság vezető tisztségviselőjének felelősségét a legtöbb jogrendszerben két részre bonthatjuk. Felelős egyrészt a társaságnak okozott károkért, és felelős lehet „kifelé” a társaság nevében eljárva harmadik személynek okozott károkért. A két felelősség gyakran „összeér”: ha a menedzsment másnak kár okoz, és a károsult a társaság ellen pert nyer, akkor onnantól a menedzser a társaságnak okozott kárért felel, hiszen a társaságnak kellett „miatta” fizetni. Helyhiány miatt a harmadik félnek okozott kárért való közvetlen felelősséget ez a fejezet nem tárgyalja – vagyis azt az esetet, amikor a külső károsult a menedzsert, vagy a menedzsert is (a menedzsert és a társaságok egyetemleges felelősség alapján) perli.

¹¹¹ A klasszikus magyar kártérítési irodalomban lásd Marton [1993] 34, 60-61, Eörsi [1966] 252. Az újabb irodalomban Lábady [2014] 6:523.§-hoz írt kommentár., Fézer [2011] 53,9/1610 és 143,4 / 1610, Fuglinszky [2015] 38-44.

Ezt a magyar jogban a Ptk. 3:24.§ (2) bekezdése szabályozza, kimondva a másért viselt felelősséget: a vezető tisztségviselő által ilyen személynek okozott károkért a társaság felel – kivéve, ha a vezető tisztségviselő a kárt szándékosan okozta, mert akkor a társaság és ő egyetemlegesen felel.

A fejezet tárgya tehát csak az az esete, amikor a társaság (vagy a tagok egy része) szeretne a menedzserektől kártérítést kapni.¹¹² E tekintetben a legtöbb jogrendszer az ún. szerződésszegés szabályait alkalmazza: úgy tekinti, hogy a károsult (a társaság) szerződéses alapon került kapcsolatba a károkozóval – nem úgy ahogy például egy egyszerű közúti baleset áldozata. A jogi dogmatika szerint ez egyrészt „szigorúbb” felelősséget jelentene, a károsult több esetben lenne a kárért felelős – másrészt viszont a károsult önvédelmére is több lehetőség van. Ezzel együtt, talán nem túlzás úgy fogalmazni, hogy a menedzsment felelőssége egy olyan mértékben speciális szabályok szerint elbírált felelősségi tényállás, hogy sok tekintetben inkább zavaró, ha a szerződésszegés szabályaiból akarjuk levezetni azokat.

Ezt a magyar jogban a Ptk. 3:24.§ (1) bekezdése szabályozza, hogy a vezető tisztségviselő a jogi személynek okozott kárért a szerződésszegés (és nem a szerződésen kívül) okozott károk szerint felel. Ennek értelmezéséhez tudni kell, hogy szerződésszegés esetén a károkozó (szerződésszegő) nehezebben menekül a felelősség alól, nehezebb számára a kimentés – majdnem objektív-tárgyi felelősségről beszélünk. Viszont a megtérítendő kár köre korlátozottabb lehet, mert nem terhelik rá azt a kárt, amit a szerződés kötés pillanatában nem látott előre és nem is kellett előre látnia.

Fontos azonban látni, hogy a kártérítési jog működése, hatásai nem vizsgálhatók értelmesen a negyedik fejezetben bevezetett magánkikényszerítés problémáit figyelmen kívül hagyva. A kártérítés preventív (vagy éppen kárenyhítő) hatásai csak annyiban érvényesülnek, amilyen eséllyel a károsult fellép a károkozóval szemben. És a hatások ereje függ attól is, hogy ezen fellépés esetén milyen döntés várható (a menedzserek felelőssége e tekintetben is nagyon speciális helyzetet teremt), illetve, hogy egyáltalán megvárják-e a felek az ítéletet, vagy azt „megelőzendő” megegyeznek egymással.

A fejezet először a kártérítési rendszer, és annak ösztönző hatásainak alapmodelljeit mutatja be. A második alfejezetben tárgyalom a menedzserek felelősségének specialitásait. A harmadik alfejezet tárgya lesz az „eljárásjog gazdaságtana”, vagyis annak végiggondolása, hogy milyen jogi szabályoktól függ a perindítás és a megegyezés valószínűsége.

11.1. A KÁRTÉRÍTÉS ALAPMODELLJE

A fejezet bevezetőjében a kártérítés megítélésekor a jog számára fontos elemeket foglaltam össze. A joggazdaságtani elemzés ezzel szemben kicsit egyszerűbben látja a helyzetet, és csak két kérdést tesz fel a kártérítés kapcsán:

- (i) a felelősség kérdését, vagyis, hogy kell-e a károkozónak kártérítést (bármekkora kártérítést) fizetni, felelős lesz-e a kárért, és
- (ii) a kártérítés nagyságának a kérdését, vagyis, hogy mennyit kell fizetni, ha felelős.

¹¹² A harmadik személynek okozott károk közgazdasági elemzésének összefoglalásáért lásd Shavell [2004] 232-236, Miceli [2004] 94, Kraakman [2009], Posner [2011] 239-240. Magyarul: Cooter – Ulen [2005] 395-396, Szalai [2017a]].

Ez az alfejezet ezzel a kettővel foglalkozik – közjük illetve az ösztönzési hatást, hogy lássuk, miképpen hatnak ezek a potenciális károkozó és a károsult magatartására.

Az alfejezet egy fontos – a közgazdaságtanban szintén Ronald H. Coase-ra (Coase [1960/2004]) visszavezethető – felismerésre épül: amikor valakit kár ér, annak két „okozója” van: a károkozó és a károsult is okozó. Okozója, abban az értelemben, hogy ha egyikük nincs, vagy mást csinált volna, akkor kár sincs. Másként: mindketten tehetnek elővigyázatossági lépéseket. (Mint a hetedik fejezetben definiáltam: ezek olyan lépések, amelyek csökkentik a kár esélyét..)

11.1.1. Felelősség

A kártérítés megítélésekor a közgazdaságtan mindkét félre, a károkozóra és a károsultra is figyel – mindkettejük elővigyázatossága fontos. A bíróság is figyelhet mindkét félre: mind a károkozó, mind a károsult kapcsán vizsgálhatja azt, hogy az elvárt módon járt-e el a károkozás, illetve a károsodás elkerülése érdekében. A különböző felelősségi rendszereket az különbözteti meg, hogy melyikük elővigyázatosságával foglalkozik – és miképpen befolyásolja az a károkozó fizetési kötelezettségét.

A felelősségi rendszer építőkövei. Annak alapján, hogy melyik félre figyel a bíróság többféle felelősségi rendszer létezik. (Shavell [2004] 183-187, Miceli [2004] 42-55, Cooter – Ulen [2005] 349-362, Schäfer – Müller-Langer [2009], Artigot i Golobardes – Gómez Pomar [2009], Posner [2011] 213-231.)

		Alperes –károkozó gondossága	
		vétkes	elvárható
Felperes- károsult gondossága	elvárható	I	II
	vétkes	IV	III

11.1. ábra: A vétkesség és a közrehatás alapján elképzelhető helyzetek

A károkozó magatartását vizsgálva ezek a rendszerek három csoportra oszthatók:

- (i) a károkozó semmiképpen nem felelős az adott kárért (akkor sem, ha vétkesen járt el);
- (ii) a károkozó csak akkor felelős, ha vétkesen járt el – ezt neveztem a hetedik fejezetben *vétkességi felelősségnek*;
- (iii) a károkozó mindképpen felelős a kárért (akkor is ha nem vétkes) – ezt neveztem a hetedik fejezetben *objektív-tárgyi felelősségnek*.

A károkozó magatartásának vizsgálata kapcsán ugyanígy három hozzáállás képzelhető el:

- (i) nem figyel rá a jogrendszer: bármit is tett, megkapja a – károkozó megítélése alapján – neki járó kártérítést;
- (ii) a *közrehatás szabálya* [contributory negligence] szerint a – károkozó magatartása szerint – neki járó kártérítést csak akkor kapja meg, ha elvárható módon járt el; *ha nem úgy járt el*, akkor *nem jogosult* kártérítésre;

- (iii) az összehasonlító vétkesség szabálya [comparative negligence] szerint a – károkozó magatartása szerint – neki járó teljes kártérítést csak akkor kapja meg, ha elvárható módon járt el; *ha nem úgy járt el*, akkor *megosztják a kárt* (általában a vétkességük arányában)

Felelősségi formák. Ha a két oldalt akkor megkaphatjuk a különböző, elméletileg lehetséges felelősségi formákat. Ezek értelmezéséhez pedig érdemes segítségül hívni a 11.1. ábrát. Ez négy logikai lehetőséget mutat. A felelősségi formák annak alapján írhatók le, hogy melyik esetben kell fizetnie a károkozónak. Ezt látjuk a 11.1. táblázatban. A négy eset:

- I. a károkozó nem tette meg, ami tőle elvárható volt (vétkes), de a károsult elvárható módon járt el
- II. mindketten elvárható módon jártak el
- III. a károsult vétkesen járt el, míg a károkozó megtette, ami tőle elvárható volt
- IV. egyikük sem tette meg, ami tőlük elvárható volt

	Kártérítés (Kár az alperesen)	Nincs kártérítés (Kár a felperesen)
Nincs kártérítési	nincs	I, II, III, IV
Tiszta objektív-tárgyi felelősség	I, II, III, IV	nincs
Egyszerű vétkességi felelősség	I, IV	II, III
Objektív-tárgyi felelősség + közrehatás	I, II	III, IV
Vétkességi felelősség + közrehatás	I	II, III, IV
Objektív-tárgyi felelősség + összehasonlító vétkesség	I, II, III –IV (részben)	III – IV (részben)*
Vétkesség felelősség + összehasonlító vétkesség	I, IV (részben)	II, III, IV (részben)

* Nem egyértelmű, hogy a III negyedben is lesz-e kármeosztás. Itt így írjuk le, mert – úgy tűnik – ez áll közelebb a magyar jogi megoldáshoz. A másik lehetőség az lenne, hogy a III. negyedben nincs kártérítés.

Mint majd látjuk, ezek közül a magyar társasági jogban három játszik fontos szerepet:

- (i) a felelősség hiánya – a károkozó soha nem fizet;
- (ii) a szigorú-tárgyi felelősség az összehasonlító vétkességgel kombinálva – a károkozó mindig fizet, kivéve, ha a károsult vétkes, mert ekkor a kárt megosztják;
- (iii) a vétkességi felelősség az összehasonlító vétkességgel kombinálva – a károkozó csak akkor fizet teljes kártérítést, ha ő vétkes és a károsult nem; ha mindketten azok, akkor megosztják a kárt (ha a károkozó nem vétkes, nem fizet).

A következő pontban ezek ösztönző hatásait tekintem át.

11.1.2. Ösztönző hatások

A hetedik fejezetben bevezettem a két fontos ösztönzőhatást: a költségalapú és az elvárásalapú ösztönzőt.¹¹³ Akkor csak a károkozó oldalát vizsgáltuk. *Elvárásalapú ösztönző* az, amikor a károkozó alapvetően arra figyel, hogy teljesítse az elvárást – és ezzel elérje, hogy semmiféle kártérítést ne kelljen fizetnie. Ebben az esetben, ha nő az elvárás, akkor nő az

¹¹³ Részletesebb bemutatásért lásd Szalai [2015] 55-60.

elővigyázatossága, ha csökken az elvárás, akkor csökken az elővigyázatossága. Ezzel szemben *költségalapú ösztönző* akkor érvényesül, ha tudja, hogy nem fogja „megúszni” a kártérítést, nem fogja teljesíteni az elvárást (vagy nincs is ilyen elvárás, mint objektív-tárgyi felelősség esetén). Mivel tudja, hogy mindenképpen kártérítést kell fizetnie (hiába emelné az elővigyázatosságát), ezért arra figyel, hogy mekkora kártérítés fenyegeti: ha nagyobb a kártérítés, akkor elővigyázatosabb lesz.

A továbbiak miatt, érdemes a kártérítés rendszer potenciális károkozóra gyakorolt ösztönzési hatását egységesen, egy képletben felírni. A kockázatsemleges károkozó kétféle költséggel néz szembe:

- egyrészt az elővigyázatosság miatt merülnek fel költségei (minél nagyobb az elővigyázatosság ez a költség annál magasabb)
- másrészt a várható kártérítés összegét is állnia kell.

A várható kártérítés három elemtől függ: (i) a megítélt kártérítés nagyságától, (ii) a baleset valószínűségétől (minél nagyobb az elővigyázatosság ez annál kisebb), (iii) és baleset esetén a felelősség megállapításának valószínűségétől (minél nagyobb az elővigyázatosság ez annál kisebb). Képlettel: a kockázatsemleges potenciális károkozó költségfüggvénye:

$$C = x + p(x) \times q(x) \times D \quad (1)$$

Ahol

x : az elővigyázatosságra fordított költség,

$p(x)$: a kár valószínűsége (amely az elővigyázatosság, vagyis x csökkenő függvénye),

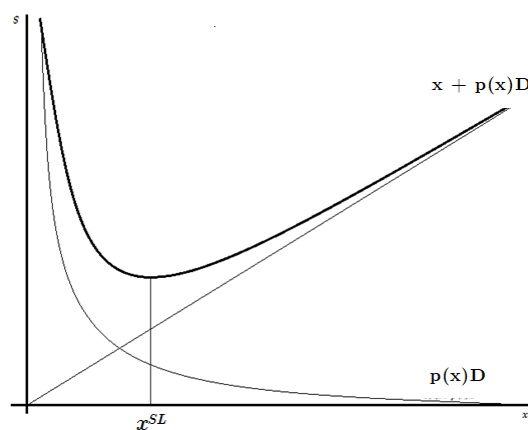
$q(x)$: a felelősség megítélésének valószínűsége (amely az elővigyázatosság, vagyis x csökkenő függvénye),

D : a megítélt kártérítés nagysága

Racionális ember azt az elővigyázatossági szintet keresi, amely e költségfüggvény minimuma.

A fent bemutatott két szélsőséges felelősségi forma közül

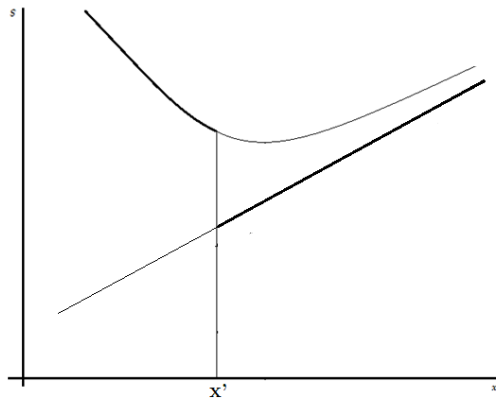
- *Tiszta objektív-tárgyi felelősség* esetén $q = 1$ – ebben az esetben a károkozó költségfüggvénye olyan, mint amilyent a 11.2 ábra mutat. (Ezen a várhatóan okozott kár a csökkenő függvény, a ; ez a károkozót x^{SL} elővigyázatossági szint felvállalására ösztönzi (mert itt minimális a költségfüggvény.)
-



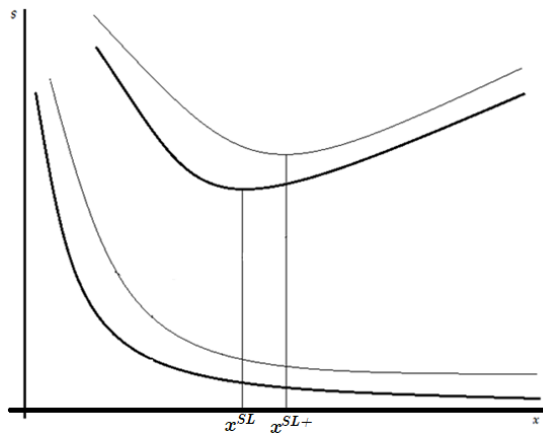
11.2. ábra: Tiszta objektív-tárgyi felelősség melletti optimum

- *Egyszerű vétkelességi felelősség* esetén a q függvény két értéket vehet fel, attól függően, hogy az elővigyázatosság hogyan viszonyul az elvárt elővigyázatossági szinthez – ezt az elvárás jelzi x^* :
 - (i) ha elmarad attól (vagyis vétkes), akkor $q = 1$,

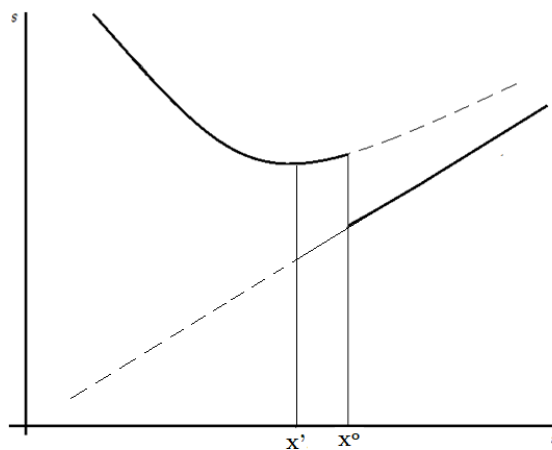
- (ii) ha eléri vagy meghaladja azt (vagyis vétlen), akkor $q = 0$
 – ebben az esetben a károkozó költségfüggvénye olyan, mint amilyent a 11.3 ábra mutat;
 ez pedig x' elővigyázatossági szint felvállalására ösztönöz (mert itt minimális a
 költségfüggvény.)
)



11.3. ábra: Egyszerű vétlességi felelősség melletti optimális elővigyázatosság – az elvárás x'



11.4. ábra: Költségalapú ösztönző különböző kártérítési mértékek esetén



11.5. ábra: Költségalapú ösztönző különböző elvárások mellett

A két ábrán az is látszik, hogy mit értünk költségalapú és mit elvárásalapú ösztönzőn. Költségalapú az ösztönző, amikor az optimális elővigyázatosságot egyszerűen az elővigyázatosság és a várható kár összegének minimuma. (Ha D -t csökkentjük, akkor az optimumpont is balra mozdul – mint a 11.4. ábrán láthatjuk. A vastagabb görbe jelzi az alacsonyabb kártérítés melletti

helyzetet. Ekkor az optimális elővigyázatosság csak x^{SL} és nem x^{SL+} , ami a magasabb kártérítés esetén lenne.) Elvárásalapú, ha az a kérdés, hogy hol van a szakadáspont – ha kicsit jobbra toljuk, akkor az optimum is jobbra kerül (mint a 11.5. ábra mutatja, ha az elvárás nem x' , hanem x^0 , akkor az elővigyázatosság is erre szitnre emelkedik.).

Ugyanakkor mivel a rendszer hat a károsult magatartására is, így a rá gyakorolt ösztönzőket is át kell tekinteni.

Költségalapú és elvárásalapú ösztönző a károsult oldalán. A károsult oldalán is megkülönböztethetjük ezt a két ösztönzőtípust. Csak egy kicsit másként kell definiálni azokat. A költségalapú ösztönző a károsult esetében azt jelenti, hogy biztos lehet benne, hogy nem fog kártérítést kapni, és ezért azt mérlegeli, hogy mekkora is lesz a kár baleset esetén. Minél nagyobb ez, annál elővigyázatosabb lesz. Az ő ösztönzője pedig akkor elvárásalapú, ha a vele szemben megfogalmazott elvárás teljesítésével biztosíthatja, hogy kártérítést kap.

A különböző felelősségi rendszerek ösztönző hatásai. Kezdjük az egyszerű helyzettel: a *károkozó nem lehet felelős*. Ekkor számára a kártérítési jog semmiféle elővigyázatossági ösztönzőt nem jelent. A károsult tudhatja, hogy neki kell majd állnia a kárt – vagyis rá költségalapú ösztönző hat: ha nagyobb kára lehet, elővigyázatosabb lesz.

Ha a károkozó felelősségét *vétkességi* rendszerben ítélik meg, és az elvárás reálisan teljesíthető (nem túl bonyolult, nem túl drága), akkor a károkozóra elvárásalapú ösztönző hat: az elvárást akarja teljesíteni. Amennyiben teljesíti, akkor nem fizet kártérítést. Vagyis, ekkor a károsultnak kell a kárt állnia – rá ekkor költségalapú ösztönző hat. Nem sokat változtat a helyzeten az, ha a felelősséget *összehasonlító vétkesség* alapján ítéljük meg (vagyis a károsult oldalán is vizsgáljuk az elővigyázatosságot). Továbbra is alapvetően a károkozó elvárászerű viselkedésétől függ, hogy van-e egyáltalán kártérítés: ha teljesíti az elvárást, akkor nem lesz kártérítés. A károkozó pedig – fogalmazhatunk úgy – *csak tévedésből vagy korlátozott racionalitás miatt lehet vétkes*.

- Ha nem korlátozottan racionális, akkor teljesíteni akarja és teljesíti is az elvárást – kivéve, ha hibázik, és rosszul méri fel az elvárást.
- Vagy tévedhet a bíróság is: vétkesnek ítéli a károkozót, pedig az teljesítette az elvárást.

A károsult magatartása csak ezen hibák esetén lesz fontos, csak ekkor hat a kártérítés szintjére.

Harmadikként vizsgáljuk meg azt a helyzetet, amikor a károkozó oldalán *objektív-tárgyi felelősség* (vagy nagyon magas elvárással dolgozó vétkességi rendszer) van, míg a károsult oldalán az *összehasonlító vétkesség* tesztjét alkalmazzuk. Ez (amíg a károsulttal szemben az elvárás nem nagyon magas) a károsult oldalán elvárásalapú ösztönzőt teremt: ha az elvárást teljesíti, akkor biztosan teljes kártérítést kap; ha nem akkor a kártérítés alacsonyabb lesz. A károkozó pedig tudhatja, hogy neki (hacsak a károsult vagy a bíróság nem téved, vagy a károsult nem korlátozottan racionális) teljes kártérítést kell fizetni. Vagyis rá költségalapú ösztönző hat: attól függően választ elővigyázatossági szintet, hogy mekkora a tipikusan megítélt kártérítés.

11.1.3. Okozati összefüggés és a kártérítés nagysága

A joggazdasági modellekben a felelősség mellett a másik kérdés tehát a kártérítés nagysága: ha megállapítják a felperes felelősségét, mekkora összeget kell fizetnie. Erre a négy – a bevezetőben látott – jogi kérdés közül kettő hat: a kár megállapítása (természetesen) és az okozatosság (áttételesen). Bármilyen választ is adunk azonban az okozati összefüggés kérdésére, bárhogy is méri a jog a kárt, a megítélt összeg mindig kisebb, mint amennyi a közgazdaságtan szerint a károsult teljes kompenzálásához kellene.

A teljes kompenzáció közgazdaságtani fogalma. A kár a legritkább esetben közvetlenül a pénzállományának csökkenése. Gyakoribb valamilyen vagyontárgy sérülése, a károsult jogainak megsértése, valamilyen lehetőség (például haszonnal kecsetető üzlet) meghiúsulása. Ezeket kellene pénzben kifejezni.

A közgazdaságtan ennek mérésére több módszert is ismer, javasol. Ezek bemutatásától itt eltekintek¹¹⁴ – csak a közös eleméleti alapjukat mutatom be. Mindegyik az *elfogadási hajlandóságot* próbálja becsülni: azon összeget, amennyiért cserébe valaki lemondana (lemondott volna a káresemény előtt) arról a vagyontárgyáról, jogáról, amely a kár során megsérült, amennyiért lemondott volna az adott (a káreseményben miatt elvesző, csökkenő) esélyéről. (Szalai [2018] 200-204)

A teljes kár a jogban. A jog a „teljes kár” megtérítését várja el a károkozótól. Ennek a teljes kárnak négy eleme van: (i) a vagyon értékcsökkenése, (ii) a kár csökkentése érdekében felvállalt (ésszerű) költség, (iii) az elmaradt vagyoni előny és (iv) a nem vagyoni kár.¹¹⁵ Ezen károkat a jog alapvetően „piaci áron” méri. Nem nehéz megmutatni, hogy ennek alapján a jogrendszer tipikusan kisebb összeget térít meg, mint amennyi a közgazdaságtan szerint a teljes kompenzációhoz kellene.

Egyrészt a vannak olyan elemek, amelyeket a jog kárfogalma nem foglal magában, míg a közgazdaságtané igen. Tegyük fel például, hogy egy olyan cégről van szó, amely régen családi cég volt – ebből nőtte ki magát. A menedzsment döntései miatt az alapító család egyik tagja perel. Az ő számára a részesedésének értéke nem ugyanakkora, mint a cégbe később belépő befektetők számára: esetében valamilyen „érzelmi érték”, „előszereti érték” is a kár része lesz. Ezt azonban a jogrendszer (véltetően) nem fogja elismerni kárnak, ennek elvesztését nem fogja kompenzálni.

Másrészt a „piaci érték” sokszor (a legtöbbször) kisebb az elfogadási hajlandóságnál. Az, hogy valaki egy olyan jogot, vagyontárgyat birtokolt, amelyről le is mondhatott volna, azt mutatja, hogy az elfogadási hajlandósága magasabb volt, mint a piaci ár. Ne feledjük: az elfogadási hajlandósága azt méri, hogy mennyiért mondott volna le róla – és a piaci ár mellett ezt nem tette meg, vagyis a piaci ár (véltetően) elmarad az elfogadási hajlandóságától. Ha a jog csak a piaci értéket téríti meg, akkor ezzel a teljes kompenzációhoz szükséges összegtől elmaradó kártérítést állapít meg.

¹¹⁴ Lásd Visscher [2009], Lindenbergh – Kippersluis [2009], Posner [2011] 243-253, Szalai [2018]

¹¹⁵ Egyes jogrendszerek (így a magyar is) kettéválasztja ezt a kárfogalmat: a nem-vagyoni károokra más fogalmat használ. Azt mondja, hogy ezek nem „károk”, hanem személyiségi jogi sérelmek, amelyek felmerülése esetén sérelemdíjat kell fizetni. A legtöbb jogrendszer azonban nem tesz ilyen különbséget, és ebben a kötetben én sem: ez utóbbit is a kár egyik alesetének tekintem.

Tegyük fel, hogy a befektető az adott piac jövőjével kapcsolatban olyan pozitív információk birtokában volt (és van), amellyel a piac jó része nem rendelkezik, és ezért nem is tükröződik a piaci árban. Ő ezért többre értékeli az adott részesedést, mint a piac jó része. Ezért is tartja azt, ezért is nem adja el azt a piaci áron. Az ő elfogadási hajlandósága, amennyiért megválna a részesedéstől, magasabb, mint a piaci ár.

Az okozatosság hatása. Az okozati összefüggés kérdése: el kell döntenünk mik azok a károsultat érő (rossz) hatások, amelyek a károkozó cselekményével „okszági” összefüggésbe hozhatók – amiket a károk között számba kell venni.¹¹⁶ Tegyük fel például, a menedzsment rossz adatokat szolgáltat, amit a könyvvizsgáló a jelentésében nem is kifogásol. Ebben a – vállalat kilátásait a valóságnál jobbnak feltüntető – jelentésben bízva a tag hitelezője a részesedés értékét magasnak gondolja, elfogadja azt fedezetként, és ezért hitelt nyújt neki. Amikor a valós adatok napvilágra kerülnek és a részesedés értéke visszaesik (a tag pedig nem fizeti rendben a hitelét), akkor a hitelező indít pert – mondván: ha tudta volna, hogy a részesedés mennyit ér, akkor nem adott volna hitelt a tagnak. Ezt a kárt a könyvvizsgáló okozta?

A jog okságfogalma tipikusan arra keres választ, hogy azon „körülmenyek” közül (azon hatások közül, amelyek nem következtek volna be, ha a károkozó nem teszi amit tett) melyik okozati összefüggés és melyik nem. Ezek között vannak szigorúbb, kevesebb oksági kapcsolatot látó és lazább, több oksági kapcsolatot találó tesztek. A szigorúbb okság-fogalmak kevesebb kár megtérítését fogják megkövetelni – hiszen több következményről fogják azt mondani, hogy azokat nem a károkozó magatartása okozta.

Ösztönzési hatás. Látszik, a kárként figyelembe vett és megtérített összegre hat az is, ha a jogrendszer másképp definiálja a kárt, és az is, ha más okság-fogalmat használ. A károkozó által (felelőssége megállapítása esetén) fizetendő összeg emelése vagy csökkentése a költségalapú ösztönzés alapvető eszköze.

Ha a felelősségi szabály miatt elvárásalapú ösztönző hat, akkor az ezekre a kérdésekre adott válasz kevésbé befolyásolja a felek elővigyázatossági döntéseit – hiszen ezen kártérítés megfizetésére valószínűleg (hacsak nincs tévedés...) ügysem kerül sor.

11.2. A VEZETŐK FELELŐSSÉGE A VÁLLALAT FELÉ

Mint a fejezet bevezetőjében láttuk, a magyar társaságok vezető tisztségviselői a Ptk. 3:24.§ (1) bekezdése értelmében a társaságnak okozott kárért a szerződésszegés szabályai szerint felelősek. Azonban ez a felelősség több ponton eltér a „tipikus” szerződésszegéstől – a jog (az írott jog és a joggyakorlat) több speciális szempontot figyelembe vesz. A két legfontosabb ezek közül az, hogy

- a menedzsment felelőssége közel sem a szerződésszegések esetében általában megszokott objektív-tárgyi felelősség, hanem egy – nagyon könnyen teljesíthető elvárás teljesítését vizsgáló – vétkességi felelősség;
- ezen felelősség alól a társaság ún. felmentvény kiadásával mentesítheti is a menedzsment.

¹¹⁶ Az okság fogalom részletesebb áttekintésért magyarul lásd Blutman [2011], Szalai [2017b].

11.2.1. Felelősség megítélése: fiduciárius kötelesség és business judgement rule

A menedzsment felelősségének megítélésekor a bíróság azt vizsgálja, hogy a „társaság érdekében járt-e el”. Ezen belül a joggazdaságtani irodalom – több jogrendszerben bevett megkülönböztetés alapján – két elvárást különít el

1. az ún fiduciárius kötelezettséget és
2. a gondossági kötelezettséget.

Fiduciárius kötelezettség. Ha a vezető tisztségviselő az „ügynöki pozíciójával” visszaél, a helyzetét saját haszonszerzésre használja, akkor az ezzel okozott kárért felelősséggel tartozik. (Bainbridge [2009] 141-166, Hill – McDonell [2012] 141-143, Sobor [2014] 353-354) Ebben a visszaélési körbe tartoznak ügynökprobléma legnyilvánvalóbb, „legdurvább” estei, így például a vagyon „elfolyatása” is.

E kötelezettség megszegése sok jogrendszerben komolyabb szankciókat von maga után, mint egy „tipikus” szerződésszegés, egy „tipikus” károkozás. Ha a fiduciárius kötelezettség megsértését állapítja meg a bíróság, akkor sok jogrendszerben az nem egyszerűen a kár megtérítését, hanem a „nyereségelvonást”, a „gazdagodás kiadását” is maga után vonja. (Cooter – Ulen [2005] 270-271) A bíróság *nem* azt mérlegeli, hogy a *társaság* az adott lehetőséget kihasználva mekkora haszonra *tehetett volna* szert, hanem azt, hogy a *menedzser* mekkora nyereségre *tett* szert. És ez lesz a megítélt „kártérítés” összege. Akkor is, ha a társaság „kevésbé” tudott volna élni az adott lehetőséggel, kisebb nyereségre *tehetett volna csak* szert, mint, amit a menedzser maga elért.

Gondossági követelmény. Az ügynökprobléma gyengébb megjelenési formája a lazsálás. Ilyenkor a menedzsment nem azzal okoz kárt, hogy saját zsebére dolgozik, csak azzal, hogy kevés energiát fektet a munkájába – és ezért nem a legjobb döntéseket hozza. Ez is megalapozhatja a felelősségét. Ekkor a bíróság elvileg azt vizsgálja, hogy az üzleti döntés meghozatalakor a menedzsment kellő gondossággal járt-e el. (Bainbridge [2009] 96—97, 125-133, Hill – McDonell [2012], Sobor [2014] 354-355)

Azonban az elvárt gondosság – tipikusan bizonyítási okok miatt – meglehetősen alacsony, könnyen teljesíthető. Láttuk a hetedik fejezetben, hogy a bíróság csak olyan tevékenységi formák, döntések kapcsán fogalmazhat meg elvárásokat, amelyek megismerhetők, bizonyíthatók a számára. Viszont a menedzsment üzleti döntései kapcsán nagyon sok nem-megfigyelhető elem van. Ezek kapcsán elvárás nem fogalmazható meg – vagyis a bíróság csak nagyon kevés valóban fontos szempontot vesz figyelembe, a menedzsment döntéseinek nagyon kis hányadára figyel csak. A társasági jogi irodalomban erre külön kifejezés is van: ez az ún. *business judgement rule*, mely szerint a bíróság általában tartózkodik attól, hogy a menedzsment üzleti döntéseit felülbírálja. (Bainbridge [2009] 103-125, Hill – McDonell [2012] 141-142, Sobor [2014] 354) Csak akkor állapítja meg a gondossági követelmény megsértését, ha valamilyen nagyon kirívó hiányosságot talál. (Például nyilvánvalóan fontos információkat nem szereztek be a döntés előtt, nem vettek figyelembe.) Egy kisebb-nagyobb döntési hiba – például a kockázatok nem megfelelő mérlegelése – miatt a menedzsment felelősségét nem fogják megállapítani.

Tegyük hozzá: a business judgement rule (ha alkalmazzák) az első fejezetben látott utólagos bölcsesség hibája ellen is véd. A business judgement rule csökkenti annak az esélyét, hogy csak

azért, mert (a kialakuló konkrét körülmények között) egy döntés veszteséget eredményezett, a menedzsmentet felelőssé tegyük – elfeledkezve arról, hogy ő a döntés meghozatalakor nem tudhatta, hogy milyen helyzet alakul ki, ő kockázatos helyzetben hozott döntést.

Ösztönzési hatás. A tipikus szerződészegésért való felelősségtől e két intézmény épp ellentétes irányba tér el. A fiduciárius kötelezettség megsértésekor a jog (a nyereségelvönás miatt) magasabbra emeli a szankciót – a gondossági kötelelem esetén (a business judgement rule miatt) szinte minimálisra csökkenti az elvárt gondosságot.

A fiduciárius kötelezettség megsértése esetén, a magasabb megítélt összeg miatt, nő a költségalapú ösztönzés ereje. (Tegyük hozzá: olyan döntések következménye ez, amikor költségalapú ösztönzés van: aki ilyen lépést tesz mindig felelős.) Persze ne feledjük: az, hogy a szankciót erre a szintre emeljük, még nem jelenti azt, hogy egy kockázatsemleges embert elriasztanánk az ilyen lépésektől. Ezt a szankciót csak akkor fogják alkalmazni, ha a per sikeres. Sikeres per esetén épp „nullán lesz” a menedzser – épp a nyereségét vonják el. Viszont, ha sikertelen (vagy elmarad) a per, akkor megtarthatja azt. A jogi szankció tehát önmagában nem fog visszatartani. (Polinsky – Shavell [2009]) (Persze nem hagyhatjuk figyelmen kívül azt sem, hogy az ilyen menedzsment vélhetően a társaság elbocsátja, és a pernek jelentős reputációs hatása is lesz – ha valakiről ilyen jogsértést állapítanak meg, az vélhetően nehezen talál majd magának újra jól fizető menedzseri munkát.)

A gondossági kötelezettség esetén viszont roppant alacsony lesz az elvárás; bizonyos (meg-nem figyelhető) lépések kapcsán teljesen hiányozni is fog. Ez, mint az elvárásalapú ösztönzés (vagy éppen a felelősség hiánya) esetén láttuk, azt is jelenti, hogy a *kártérítési felelősség miatt* viszonylag alacsony szinten megállhat az elővigyázatosság. (Tegyük hozzá, az elbocsátás – vagyis a társaságirányítási döntések – hatása ekkor is megmaradhat. Ezért fontos hangsúlyozni, hogy csak a felelősségi rendszerből fakadó ösztönző csökken le, vész el.)

11.2.2. Felmentvény, felelősségkorlátozás

Mivel a társaság és a menedzsment a kárt megelőzően is szoros viszonyban áll egymással, így több lehetőségük is van arra, hogy a menedzsment társasággal szembeni felelősségét rendező jogszabályokat – ha azokat adott jogrendszerben nem minősítik kógens szabálynak – felülírják. Ezt gyakran meg is teszik.

Felelősségkorlátozás. A társaság és a menedzsment a szerződésben eleve

- kiköthetik, hogy milyen esetekben nem lesz felelős a menedzsment, vagy
- korlátozhatják a felelősség mértékét összegében is, maximálva a kártérítésként követelhető összeget.¹¹⁷

Felmentvény. De nem csak a szerződésben zárhatják ki a felelősséget a felek. A társaság utólag is lemondhat az esetleges kártérítési igényéről. Megteheti ezt egyrészt a menedzsmenttel kötött – előző alfejezetben látott – megállapodásban. De megteheti abban a formában is, amit a magyar jogban a Ptk. 3:117. § (1) bekezdése külön is kiemel: a taggyűlés felmentvényt állíthat ki a menedzsment számára. Ez azt jelenti, hogy a taggyűlés kijelentheti, hogy a társaság a

¹¹⁷ Tegyük hozzá: ezt a korlátozást munkavállalók esetén a munkajog eleve megteszi.

menedzsment előző üzleti évi ügyvezetési tevékenység miatt nem indít pert – csak akkor, ha a felmentvényt megalapozó adatok hamisak vagy hiányosak.

Ösztönzési hatás. A felelősségkorlátozás, felelősségkizárás lényege, hogy a menedzsment kockázata csökken. Ez több ok miatt is kölcsönösen előnyös, vagyis a menedzsment mellett, a tagok érdeke is. Láttuk, a második fejezetben, hogy a kockázatok jobb kockázatviselőre hárítása hatékony: amennyiben a kockázatvállalót ezért a kockázattól szabaduló kompenzálja, akkor ez mind a kockázatot felvállalónak, mind a kockázattól szabadulónak érdeke. A menedzsment esetében – ha rá telepítik a kockázatot – ez a kompenzáció történhet például a díjazásán keresztül. Ha felelősségkorlátozás, vagy felmentvény révén lekerül róla a kockázat, akkor csökkenni fog (nem nő olyan nagy mértékben) a fizetése.

De láttuk azt is, hogy olykor külön kompenzáció nélkül is megéri átvállalni a kockázatot a menedzsmentről. Egyrészt elképzelhető, hogy a feladatot e nélkül a felelősségkorlátozás nélkül a menedzser el sem vállalná. A hetedik fejezetben pedig arra is láttunk példát, hogy a kockázatkerülő döntéshozót épp a felelősség korlátozása ösztönzi nagyobb kockázatvállalásra.

Azt is láttuk azonban, hogy a fizetendő kártérítés ilyen korlátozása elvárásalapú rendszerben nem hat a kockázatvállalásra. Márpedig a gondossági kötelelem ilyen elvárásalapú ösztönzőt jelent – vagyis a menedzsment felelőségének alapesetében (különösen *business judgement rule* mellett) az összeg ilyen korlátozása nem hat.

A felmentvény azonban nem az összeget korlátozza, hanem a teljes felelőség alól mentesít. Ezzel egy igen fontos kockázat-fajtát levesz a menedzser válláról: a jogi tévedés kockázatát. Ne feledjük: elvárásalapú rendszerben a károkozó csak akkor lesz felelős, ha valamilyen tévedés történik. Ez a kockázat „biztonsági puffer” beépítésére ösztönöz: ugyan sejtjük, hogy mi kell ahhoz, hogy a bíróság már ne találjon minket felelősnek, de (biztos, ami biztos) túlteljesítjük azt, további (túlzott) elővigyázatossági lépéseket teszünk. A felmentvény révén – mivel az ügy nem kerülhet bíróság elé – ez a kockázat kerül ki a rendszerből, a menedzsment nagyobb kockázatokat vállalhat fel.

11.3. KÁRTÉRÍTÉSI PER

A polgári jogi felelőség csak akkor érvényesíthető, ha a károsult perel: a menedzsment felelősége akkor állapítható meg, ha valaki a társaság nevében pert indít. A jogi személyiség kapcsán láttuk: a származtatott perek esetén az is nagy kérdés, hogy ki lehet az, aki perel. Mikor teheti meg azt a tag, hogy a „társaság helyett” indít pert, ha a társaság nem akar?

A perlés esélye alapvetően eltér akkor, ha egy tag, vagy kevés tag döntésétől függ a perindítás, vagy, ha egy társaságban sok tag van és nekik kollektív döntést kell hozniuk. Az alfejezet először az első esetet vizsgálja – a kollektív fellépés problémáját ezzel összehasonlítva mutatom be.

De nem csak az a kérdés, hogy a per elindul-e, hanem az is, hogy miként folyik le – egyáltalán eljut-e bírósági döntésig, vagy a felek előbb megegyeznek. Ez lesz a második pont témája – illetve a kollektív keresetek esetén ezügyben eltérő ösztönzőket majd a harmadik pont tárgyalja.

11.3.1. Egyéni perindítás motivációja

A perindítástól sok elem visszatarthat – még akkor is, ha meggyőződésünk, hogy a másik felelős az okozott kárért. Egyrészt visszatarthat a perköltség. Másrészt visszatarthat a kockázat, vagyis az, hogy bármilyen bizonyosak is vagyunk a másik felelősségében, lehet, hogy a bíróságot nem fogjuk tudni meggyőzni, nem fogjuk tudni azt bizonyítani.

A perindítás alapvető problémája. Perindításkor egy kockázatos döntést kell hozni (hiszen nem biztos a pernyerés), ezért a perindítás erősen függ attól, hogy az ezt fontolgató fél kockázatkerülő, vagy kockázatsemleges-e. (A kockázatkeresés esetét most sem mutatom be.)

- Kockázatsemleges károsult akkor indít pert, ha a per (biztosnak tételezett) költsége meghaladja a per várható hasznát (vagyis a pernyerési esély és a pernyerés esetén kapott összeg, haszon szorzatát). (Shavell [2004] 389-390, Miceli [2004] 245-248, Cooter – Ulen [2005] 430-437, Miceli [2012] ¹¹⁸)
- Kockázatkerülő döntéshozónak ez nem elég: mivel az egyik oldalon biztos kifizetés van a másik oldalon egy kockázatos nyereség, így az, hogy a várható hozam kicsit nagyobb, mint a biztos költség nem elég; a kockázatkerülő fél a kockázatért (szórásáért, volatilitásáért) is kompenzációt vár – nagyobb nyereség mellett perel csak.

A perköltség hatása. Ha magas a perköltség az tehát elriaszthat a pertől. De a perköltségre nem csak azzal hat a jogrendszer, hogy egyszerűsíti, vagy bonyolítja a pert (előbbi esetben csökkenti, utóbbi esetben növeli a költséget), hanem úgy is, hogy megalkotja a költségviselés szabályát. Két fontos szabályt ismerünk az ún. amerikai és az európai (angol) szabályt. (Shavell [2004] 428-432, Miceli [2004] 253, Cooter – Ulen [2004] 468-469, Katz – Sanchirico [2012]) Az *amerikai szabály* szerint mindenki viseli a maga költségeit – ha megnyeri a pert, ha nem. Az *európai szabály* szerint a költségeket elvileg a vesztesre hárítják. Azért csak elvileg, mert a gyakorlatban – úgy tűnik – van egy „felső határa” az áthárított perköltségnek. Ha valaki e fölé megy, akkor hiába nyeri meg a pert, a teljes perköltségét nem fogja a bíróság a másik félre terhelni – e felső korlátot meghaladó részt pernyerés esetén is neki kell viselnie.

Belátható: a két szabály közül az európai jobban ösztönzi a perindítást akkor, ha a felperes magabiztos, nagy esélyt lát a győzelemre. Az amerikai szabály mellett vélhetően több pert indítanak azok, akik kevés esélyt látnak a pernyerésre.

Lássuk ezt csak a kockázatsemleges felperes esetén! Amerikai szabály mellett, racionális felperes akkor indít pert, ha

$$C_f < q_f \times T \quad (2)$$

ahol q_f a sikeres per felperes (innen az f index) szerinti valószínűsége, C_f a felperes perköltsége, T a per tétje (az egyszerűség kedvéért: a kártérítés nagysága).

Európai szabály mellett – ha a teljes költséget a vesztesre hárítják (vagyis a költség az említett felső határ alatt marad), a felperes akkor indít pert, ha perköltség várható szintje elmarad a per várható hozamától (amibe most bele kell érteni azt is, hogy megtérítik neki a perköltséget:

$$(1 - p_f) \times (C_a + C_f) < q_f \times (T + C_f)$$

ahol C_a az alperes rá hárított perköltsége (innen az a index). Vegyük észre: ezt átírhatjuk (felfoghatjuk) úgy, mintha a felperesnek a teljes perköltséget (a sajátját és a másik felét is) biztosan

¹¹⁸ Természetesen elképzelhető, hogy a perlés költsége sem biztos. Ekkor kicsit bonyolultabb a modell, mint mindjárt látjuk, de az alapelv ugyanaz: a (biztos vagy várható) költségeknek el kell maradniuk a (biztos vagy várható) hasznoktól.

viselni kellene, de abban az esetben, ha nyerne többet fizetnének neki (a kártérítést és a két perköltséget).

$$C_a + C_f < q_f \times (T + C_a + C_f) \quad (3)$$

Ez a két képlet arra jó, hogy megérthessük: a közgazdasági modellezés hogyan hasonlítja össze két egyszerű szabály várható hatását. Látszik, az amerikai szabály esetén a baloldal és a jobboldal is kisebb. Ezért nem mondhatjuk ki, hogy az egyik szabály mellett mindig jobban megéri pert indítani. Viszont azt is látjuk, hogy minél nagyobb p_f , annál nagyobb az esély, hogy a második hatás, a tét emelkedése lesz a fontosabb. Vagyis, ha nagyobb a felperes szerint a pernyerés esélye, akkor az európai szabály mellett indul várhatóan több per. (Ha alacsonyabb, akkor az amerikai mellett.)

11.3.2. Megegyezés

Az, hogy a károsult úgy dönt, hogy érdemes elindítania az eljárást, még nem jelenti azt, hogy bíróság döntés születik. Elképzelhető ugyanis, hogy a felek megegyeznek. Sok anekdotikus adatot ismerünk arról, hogy a potenciális perek jó része nem kerül bíróságra, hanem a felek csak fenyegetik egymást a perrel, és végül a bíróság bevonása nélkül megállapodnak. Ezt a tényt sokan örömmel fogadják, mert csökken a bíróságok terhelése. Mások viszont több pert látnának szívesen: ezen megállapodások – szerződések – ugyanis (az esetek többségében) nem nyilvánosak, így például nem is derül ki, ha valaki felelős egy adott kárért. Éppen ezért a megegyezés (a perrel szemben) a piaci reputációt nem rontja. És a jogrendszer sem „fejlődik”: nem derül ki, hogy mi lenne a bíróság válasza egy-egy vitás, jogértelmezési kérdéseket felvető ügyre.¹¹⁹

Most nem ezt a normatív vitát tárgyalom, inkább két pozitív kérdésre koncentrálok:

- (i) milyen esetekben van nagyobb esély arra, hogy a felek bíróság bevonása nélkül megoldják a jogi konfliktust (Shavell [2004] 401-411, Cooter – Ulen [2005] 454-459, Daughety – Reinganum [2012]) és
- (ii) változik-e a felek magatartása, ha (valószínűleg) nem a bíróság fog dönteni az ügyben, hanem a felek megállapodásban rendezik a kérdést.

Megegyezési hajlam. Először is vegyük észre, hogy megállapodás esetén egy szerződésről van szó, amelyben (i) a felperes azt vállalja, hogy nem perel, eláll a pertől, stb., míg (ii) az alperes azt, hogy cserébe ezért fizet neki, vagy más szolgáltatást nyújt. Láttuk: egy szerződés akkor jön létre, ha a fizető fél fizetési hajlandósága (a maximális összeg, amennyit fizetne) meghaladja az eladó elfogadási hajlandóságát (amennyit minimum kérne). Vagyis megegyezés akkor lesz, ha az alperes fizetési hajlandósága meghaladja a felperes elfogadási hajlandóságát. Minden olyan elem, amely emeli az elsőt, vagy csökkenti a másodikat emeli a megegyezés esélyét. A felek nagyobb valószínűséggel állapodnak meg a bíróság bevonása nélkül, (i) ha magas a perköltség, illetve (ii) ha a felek viszonylag pesszimisták.

- (i) Azt, hogy a *magas perköltség* ilyen hatással van, nem túl bonyolult belátni: a megállapodás révén a felek megtakaríthatják a pereskedés költségét, elkerülhetik az

¹¹⁹ A normatív vitáért lásd Shavell [2004] 411-415, Posner [2011] 770-772, Daughety – Reinganum [2012]

azzal járó problémákat. Minél súlyosabbak ezek (minél tovább tart a per, minél költségesebb), annál nagyobb a megállapodás esélye.

Fejezzük ki az alperes fizetési hajlandóságát – racionális fél minden olyan megállapodást elfogad, amely kisebb teher neki, mint a per (és a perrel járó kockázat) viselése. Vagyis azt kell tudni, hogy mi a per terhe számára. Ez kockázatsemleges alperes esetén¹²⁰ a perköltség és a per miatt *szerinte* várható fizetési kötelezettsége – vagyis a sikeres per általa vélt esélyének és a per tétjének szorzata. Az (egyszerűség kedvéért) az amerikai költségviselési szabály mellett:

$$FH_a = q_a \times T + c_a \quad (4)$$

A kockázatsemleges felperes elfogadási hajlandóságát¹²¹ is két elem határozza meg: az hogy *szerinte* mekkora a várható bevétele a per végén, és hogy mekkora a perköltsége. Nála a perköltség csökkenti a per hozamát – az elfogadási hajlandóságát. Ismét az amerikai költségviselési szabály szerint felírva:

$$EH_f = q_f \times T - c_f \quad (5)$$

A megegyezésre akkor van esély, ha a (4) képlet szerinti fizetési hajlandóság meghaladja a (5) képlet szerinti elfogadási hajlandóságot, vagyis ha

$$q_a \times T + c_a = FH_a > TR > EH_f = q_f \times T - c_f \quad (6)$$

ahol TR a megegyezés szerint fizetendő összeg – ez valahol a fizetési és az elfogadási hajlandóság között lesz. Átrendezve: akkor van esély a megegyezésre, ha

$$c_a + c_f > (q_f - q_a) \times T \quad (7)$$

A *magas perköltség* hatását mutatja az, hogy amennyiben a (7) egyenlet bal oldala nagyobb, akkor nagyobb az esély, hogy az egyenlőtlenség teljesüljön.

(ii) Kicsit bonyolultabb az optimizmus-pesszimizmus hatását megérteni. Először is definiáljuk: pesszimista ember szerint kicsi az esély a neki kedvező végeredményre. Vagyis

- a *károkozó (alperes)* akkor *pesszimista*, ha azt hiszi, hogy nagy a sikeres per esélye,
- a *károsult (felperes)* akkor *pesszimista*, ha azt hiszi, hogy kicsi a sikeres per esély.

Ha az alperes azt gondolja, hogy nagy a sikeres per esélye, akkor többet lesz hajlandó fizetni a per elkerülése érdekében – nagyobb lesz a fizetési hajlandósága. Ha az felperes azt gondolja, hogy kicsi a sikeres per esélye, akkor kevesebbet is hajlandó lesz elállni a pertől – kisebb lesz az elfogadási hajlandósága.

A pesszimizmus hatása a (7) egyenletben látható. Ha a felperes pesszimista, akkor q_f alacsonyabb. Ha az alperes pesszimista, akkor q_a magasabb. Vagyis bármelyikük pesszimizmusa csökkenti a jobboldalt, növeli az esélyt, hogy az egyenlőtlenség teljesül.

Ösztönzési hatás. Fent azt mondtam, hogy amennyiben a károkozónak nem kell kártérítést fizetnie, akkor nem is tesz majd semmit a káresemény megelőzése, az elővigyázatosság érdekében. És a megegyezés kapcsán, a károkozó megüszsa bírósági ítélet nélkül, nem kell kártérítést nélkül. Azonban az ösztönző hatás nem vész el – csak átlakul. A közgazdaságtan a

¹²⁰ A kockázatkerülő esetét – helytakarékoság okán – most sem mutatom meg. De adott költség és adott pernyerési esély mellett (a kockázat miatt) a fizetési hajlandóság magasabb lesz, mint a kockázatsemleges fél esetén.

¹²¹ Adott költség és adott pernyerési esély mellett (a kockázat miatt) az elfogadási hajlandóság alacsonyabb lesz, mint a kockázatsemleges fél esetén.

megegyezés keretében fizetendő összeget is a kártérítés egy formájának tekinti: a felek által megállapított kártérítésnek.

Könnyen beláthatjuk ezt, ha módosítjuk a fenti ösztönzési képletet, az (1) egyenletet. Írjuk be a kár esetén várhatóan megítélt kártérítés ($q(x) \times D$) helyébe az megegyezésben szereplő összeget (vagyis a (6) képletben szereplő TR-t)! Azt kapjuk:

$$C = x + p(x) \times TR \quad (1')$$

A képlet ugyanúgy két elemből áll, mint az (1) egyenlet. Az elővigyázatosság költsége mellett ugyanúgy megjelenik a várható „kár miatt költség” – csak az a különbség, hogy ez most nem várható (bíróság által megítélt) kártérítés, hanem a megegyezés szerinti összeg.

Zsaroló per. A megegyezés lehetősége kapcsán az egyik legfontosabb hatékonysági kritikára érdemes külön is kitérni: a zsaroló perekre. Ezek olyan perek, amelyeket az előző pontban látott összefüggés szerint nem lenne érdemes elindítani, mert a *felperes szerint a várható hozamuk* (kockázatkerülő ember esetén a kockázatukat is figyelembe véve) *elmarad a költségüktől*. Azonban mégis érdemes őket elindítani: elképzelhető, hogy az alperes hajlandó lesz megegyezni, és fizetni. Más megfogalmazásban: a pert eleve azért indítják, hogy „kizsarolják” a megegyezést, a felperes nem is vinne végig egy pert. (Shavell [2004] 419-423, Cooter – Ulen [2005] 459-463, Daughety – Reinganum [2012])

Vegyük észre a (2) képlet átrendezve szerepel az (5) képletben, illetve a (6) egyenlőtlenség jobb oldalán. Amennyiben a (2) egyenlőtlenség nem állna fenn, akkor nem lenne érdemes elindítani a pert – ekkor az (5) egyenlet negatív lenne, a (6) jobb oldalán negatív érték szerepelne. (Ezért nevezi ezeket a joggazdaságtani irodalom *negatív értékű pereknek*.) Viszont a (6) egyenlet bal oldala, vagyis a felperes fizetési hajlandósága (akármilyen kicsi is a sikeres per esélye) mindig pozitív. Épp ezért lehet, hogy végül a felperes fizetni fog – a TR pozitív lesz. Ez motiválja a zsaroló pert.

A zsaroló per esélye természetesen annál nagyobb, minél nagyobb lesz az alperes fizetési hajlandósága. Vagyis, ha nagyobb a perköltségen, ha az alperes pesszimistább. Érdemes azonban itt még egy elemet kiemelni: a per tétjét. Ez ugyanis lehet aszimmetrikus. (Eddig azt tételeztem fel, hogy a felperesnek és az alperesnek ez ugyanakkora – amennyit az alperes fizet(ne), annyit kap(na) a felperes. Azonban lehet, hogy a per sokkal fontosabb az alperesnek, mint a felperesnek. Lehet, hogy ő a fizetendő összegnél többet veszít. Például, ha kimondják a felelősségét ez ronthatja a piaci reputációját. Vagy elképzelhető, hogy mások is „kedvet kapnak” a perléséhez – attól tart, hogy körülbelül hasonló tényállások alapján mások is pertet indítanak ellene, ha ebben a perben felelősnek találják. Ha megegyezik peren kívül, akkor ez nem fenyegeti: a többiek nem fogják megtudni, hogy esélyük lenne nyerni.

11.3.3. Kollektív cselekvés probléma – csoportos perlés

Eddig azt az alapmodellt láttuk, amikor egy ember perel. Ez a helyzet, amikor például egy kevés tagból álló társaság esetében egy tag is már pert indíthat (kellő nagyságú részesedéssel rendelkezik), vagy amikor (például a csődjog keretében) egy hitelező indít pert a menedzser ellen. Amikor egy olyan társaság tagjai akarják a menedzsmen felelősségét kimondatni, amelyben sok tag van, akkor további problémát okoz, hogy a perről a tagoknak közösen kell döntenet. Felmerülnek a látott problémák: a tagok döntését (a racionális távolmaradás és

tájékozatlanság, a – vélhetően ez esetben igen éles – képviselőért folytatott harc miatt) erősen befolyásolja majd az aktuális menedzsment akarata. Felmerül a kollektív cselekvési probléma.

Sok kis tagból álló vállalatok: fogolydilemma. Sok kis tagból álló vállalatok ugyanúgy nagyon kis eséllyel fognak a menedzsmenttel szemben felelősségrevonást kezdeményezni, ahogyan a leváltásukra, leszavazásukra is kicsi az esély.

A jogrendszer enyhítheti ezt a problémát, ha a perindítást kisebbségi joggá teszi, vagyis nem kell többséget szerezni egy ilyen indítványnak, elég a törvényben meghatározott kisebb részesedéssel – például 5%-kal, vagy 1%-kal¹²² – bíró csoport „összszervezése”. De az ezen részesedéstől messze elmaradó tag továbbra is potyázhat. Ő mindenképpen jobban jár, ha kimarad egy ilyen perből:

- ha a többiek nyernek, neki is nyernek (anélkül, hogy a perrel járó költségeket viselnie kellene)
- ha a többiek vesztenek, elkerüli a perköltséget.

A kisebbségi jogok nem szüntetik tehát meg a potyázást, viszont növelik az esélyét annak, hogy a szükséges nagyságú csoport már közepes, köztes csoport legyen, és ezért egy-egy tag könnyebben szerezhethet maga mellé társakat.

Privilegizált csoportok: nagyobb részesedéssel bíró tagok. Amennyiben egy társaságban nagyobb részesedésekkel bíró tagok vannak (például kevesebb tag van, vagy van egy-két domináns tag), akkor nagyobb az esélye annak, hogy a per elindul. Első látásra: itt nincs kollektív cselekvési igény. Mancur Olson modelljében, ahogy a kilencedik fejezetben láttuk, itt a csoport privilegizált csoport: a többiek helyett ez az egy tag is perelhet. De itt is előfordulhat, hogy a tagok egymásra várnak: pereljen a másik, viselje ő a terheket, az esetleges siker a kimaradónak is siker.

Csoportos keresetek. Sok jogrendszer speciális perlési vagy kártérítési formákkal próbálja ösztönözni a perindítást olyan helyzetben, amikor sok érintett van, és a kollektív cselekvés problémája miatt félő, hogy a perek elmaradhatnak. Ilyen speciális forma a csoportos keresetek intézménye¹²³, illetve – egyes jogrendszerekben – a büntető kártérítés¹²⁴.

Ezen megoldások alap gondolata általában az, hogy a pert elindító, a perben részt vállaló fél olyan (jelentős) előnyökhöz jusson, ami a kimaradóknak nem elérhető. A legfontosabb előny sok jogrendszerben (azokban, ahol a csoportos perlés valóban ösztönöz is perindításra¹²⁵), hogy a per vitelében – és nem utolsósorban a megállapodások körüli tárgyalásokban – övé a döntő szó. Ő határozhat arról, hogy milyen stratégiát követnek, hogy milyen megállapodást fogadnak el. Ezzel szemben az ő döntései nyomán létrejövő bírósági döntés, megállapodás a csoport azon tagjainak esetét is rendezik, akik a perben nem vesznek részt. Ők utólag nem mondhatják, hogy nem tetszik az eredmény, nem kérnek belőle. Nem hivatkozhatnak arra, hogy ők másképp

¹²² A magyar társasági jog, a Ptk. 3:105.§ a kisebbségi jogok gyakorlását 5%-os részesedéshez köti. Ettől a nyílt részvénytársaság esetén tér el, ahol már az a csoport is felléphet, amely a részesedések 1%-val bír (3:266.§)

¹²³ A csoportos keresetek problémájának részletesebb joggazdasági elemzéséért magyarul lásd: Szalai [2014a, 2014b]

¹²⁴ A büntető kártérítés problémájának részletesebb joggazdasági elemzéséért magyarul lásd: Cooter – Ulen [2005] 407-411.

¹²⁵ Tegyük hozzá: csoportos perek sok jogrendszerben ismertek, de ezek jó része hatástalan: alig ösztönzik a károsultakat fellépésre.

jártak volna el.¹²⁶ Gyakori, hogy ők a pert indító fél kifejezetten magasabb összegre jogosult, mint a többiek – például „költségtérítés” címen.

A külső károsultak vállalattal szembeni perei kapcsán fontos forma sok jogrendszerben az ún. *büntető kártérítés*. Ennek lényege, hogy a pert indító károsult (akár egyetlen károsult, akár csoport) nagyon magas, a kárát meghaladó összeget kap, amit a perben részt nem vevő károsultakkal nem kell megosztania.

Ugyanakkor – épp ezen döntési jogok miatt – ebben az esetben is felbukkanhat az ügynökprobléma, a morális kockázat: a pert megindító fél megteheti, hogy a maga számára előnyös, de a többiek érdekeit nem szolgáló döntéseket hoz. A leggyakrabban a megállapodások kapcsán merül ez fel: olyan – a többiekre is érvényes – megállapodásokat köthetne, amelyek igazából csak nekik előnyös. (Például a „költségtérítés” a valós költségeket messze meghaladja, az alperes gyakorlatilag ezen keresztül „fizeti ki”, „fizeti le” őket – és ők ennek fejében beleegyeznek a többieknek rossz, például alacsony kompenzációt tartalmazó megállapodásokba.) Nem véletlen, hogy a csoportos perek szabályozásakor sok jogrendszerben központi kérdés, hogy a csoport nevében fellépő „képviselő” fölött ki és milyen felügyeletet gyakorolhat – milyen szerepe lehet ebben a bíróságnak. (Például, szükséges-e bírói jóváhagyás az ilyen csoportos perekben a – képviselő által tető alá hozott – megegyezések esetén. Szalai [2014a] 177-178)

Egy kiút: az új menedzsment döntése. Ugyanakkor a kollektív cselekvés csak akkor gátolja a menedzsment felelőssége vonását, ha azt a tagok kezdeményezik, kezdeményeznék. Amennyiben vezetőségváltás után az új menedzsmenttől jön az ötlet, akkor ennek általában nincs akadálya – azok a problémák merülnek fel, amiket egyéni perindítás esetén láttunk: a perköltség visszatartó ereje, illetve a megegyezéssel kapcsolatos motivációk. Vagyis ebben az esetben a társaságirányítási eszköz (a vezetőségváltás) és a perrel kapcsolatos döntés egymás mellett, egymást erősítve hat: amikor a menedzsment elveszíti a pozícióját, akkor – a kollektív cselekvési probléma megszűnése miatt – jelentősen megnő a felelősségi perek esélye is.

11.4. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

Ez a fejezet alapvetően a polgári jogi felelősség ösztönző, prevenciós hatásait, illetve az ún. eljárásjog gazdaságtanának kérdéseit tekintette át – alkalmazva őket azonnal a társaságok vezető tisztségviselőinek felelősségére.

Láttuk, hogy a polgári jogi felelősség prevenciós hatása nagyon eltérő attól függően, hogy milyen szabályok szerint ítélik meg a felelősséget, illetve, hogy mekkora összegeket ítélnak meg. Az egyes felelősségi formák hatásmechanizmusa ugyanis erősen eltér. Az itt bemutatott joggazdaságtani modell azonban (talán) alkalmas arra, hogy olyan kérdésekre irányítsa rá a figyelmet, amelyek mentén a különböző felelősségi formák prevenciós hatásai – és azok eltérése – megérthető.

Láttuk azt is, hogy amennyiben a feleknek lehetőségük van szerződést kötni, akkor a felelősségi formák tág határok között szabadon alakíthatók: korlátozható, kizárható a felelősség.

¹²⁶ A csoportos perlés szabályai épp ezért mindig sokat foglalkoznak azzal, hogy pontosan kik is a csoport tagjai, kik azok, akiknek az ügyét az adott perbeli döntés lezárja.

Igyekeztem megmutatni, hogy a felelősség kizárása, vagy a felelősség korlátozása kölcsönösen előnyös lehet a felek számára. Olyan kockázatokat lehet ugyanis ennek révén levenni egyik fél (a mostani példában: a menedzsment) válláról, amely kockázat ellen ő egyébként – a másik megítélése szerint – túlzottan is védekezne, amely miatt túlzottan is elővigyázatos, kockázatkerülő lenne.

Végül szólt a fejezet arról is, hogy a felelősség hatását alapvetően meghatározza, hogy a károsult indít-e pert, illetve megvárják-e a felek a per végét, vagy megegyeznek egymással. Láttuk, hogy a perköltség nagysága, a perköltség viselése (az ezzel járó kockázat), a felek optimizmusa, illetve per tétje is döntő szerepet játszik itt. A megegyezések kezelése különösen sok bonyodalmat okozhat (elsősorban – de nem kizárólag – kollektív perlés esetén). Ugyanis az egyezségeket kontroll nélkül hagyó – azok tartalmát a szerződési szabadság körébe soroló – jogrendszerekben felbukkanhatnak a *zsaroló perek*, vagyis azok, amelyek elindítását nem a pernyerés esélye, hanem az alperesből „engedmény”, „egyezség” kizsarolása motiválja.

IRODALOMJEGYZÉK

- Artigot i Golobardes, Mireia – Fernando Gómez Pomar [2009]: Contributory and comparative negligence in the law and economics literature. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Bebchuk, Lucian A. – Alon Klement [2012]: Negative-Expected-Value Suits. in: Chris William Sanchirico (szerk): *Procedural Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Blutman László [2011]: Okozatosság, oksági mércék és a magyar bírói gyakorlat. *Jogtudományi Közöny* 309-320.
- Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: Jog és közgazdaságtan. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2005.
- Daughety, Andrew F. – Jennifer F. Reinganum [2012]: Settlement. in: Chris William Sanchirico (szerk): *Procedural Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Eörsi Gyula [1966]: A polgári jogi kártérítési felelősség kézikönyve. KJK, Budapest, 1966. 252
- Fézer Tamás [2011]: *A kártérítési jog magyarázata*. Complex, Budapest, 2011 (e-könyv)
- Fuglinszky Ádám [2014] in Osztovits András (szerk.): *A Polgári Törvénykönyvről szóló 1959. évi IV. törvény és a kapcsolódó jogszabályok nagykommentárja*. IV. kötet Opten, Budapest,
- Fuglinszky Ádám [2015]: *Kártérítési jog*. Complex, Budapest
- Hill, Claire A. – Brett H. McDonnell [2012]: Fiduciary Duties: The Emerging Jurisprudence. in: Claire A. Hill – Brett H. McDonnell (szerk.): *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Edward Elgar, Cheltenham 133-151.
- Kraakman, Reinier H. [2009]: Vicarious and corporate civil liability. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Lindenbergh, Siewert D. – Peter P.M. van Kippersluis [2009]: Non pecuniary losses. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham

- Katz, Avery Wiener – Chris William Sanchirico [2012]: Fee Shifting. in: Chris William Sanchirico (szerk): *Procedural Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Lábady Tamás [2014] in: Vékás Lajos – Gárdos Péter (szerk.): *Kommentár a Polgári Törvénykönyvhöz* KJK, Budapest (e-könyv)
- Marton Géza [1993]: A polgári jogi felelősség. Triorg Kft., Budapest, 1993, 34, 60--61
- Miceli, Thomas J. [2004]: *The Economic Approach to Law*. Stanford University Pres, Stanford, CA
- Miceli, Thomas J. [2012]: The Social versus Private Incentive to Sue. in: Chris William Sanchirico (szerk): *Procedural Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Polinsky, A. Mitchell – Steven Shavell [2009]: Punitive damages. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Posner, Richard A. [2011]: *Economic Analysis of Law* (8th edition). Aspen Law and Business, New York:
- Schäfer, Hans-Bernd – Frank Müller-Langer [2009], Strict liability versus negligence. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Shavell, Steven [2004]: *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press, Cambridge, MA.
- Sobor Dávid [2014]: A vezetői felelősség preventív és reparatív funkcióinak érvényesülése a magyar és a francia jogban. *Magyar Jog* 350-359
- Szalai Ákos [2014a]: A kollektív keresetek joggazdaságtana. *X Iustum Aequum Salutare* 163-181
- Szalai Ákos [2014b]: Kollektív keresetek szabályozási kérdései – Joggazdaságtani elemzés. *Magyar Jog* 706-712.
- Szalai Ákos [2015]: Veszélyes üzemi felelősség – joggazdaságtani hatások. *LVI Állam- és Jogtudomány*. 45-69.
- Szalai Ákos [2017a]: Másért viselt felelősség és helytállás joggazdaságtani elemzése. *LVIII Állam és. Jogtudomány*. 71-94
- Szalai Ákos [2017b]: Okozatosság a kártérítési jogban - Joggazdaságtani megfontolásaok. *Polgári Jog*
- Szalai Ákos [2018]: A kár fogalma a polgári jogban és a joggazdaságtani irodalomban. *XIV Iustum Aequum Salutare*. 247-260
- Visscher, Louis T. [2009]: Tort damages. in: Michael Faure (szerk): *Tort Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham

FOGALMAK

Károk kétoldalú okozás	Összehasonlító vétkesség tesztje
Szigorú-objektív felelősség	Elvárásalapú és költségalapú ösztönzés – a
Vétkességi felelősség	károkozó oldalán
Közrehatás tesztje	

Elvárásalapú és költségalapú ösztönzés – a
károsult oldalán
Közgazdasági értelemben teljes kompenzáció
Jog teljes kár fogalma
Jogi okozás szigorúbb vs. enyhébb tesztjei
Perindítási ösztönzők
Költségviselési szabályok: amerikai vs. európai
Megegyezés
Optimizmus

Zsaroló perek
Csoportos perlés
Fiduciárius kötelezettség
Nyereségelvonás
Business judgement rule
Utólagos bölcsesség hibája
Felmentvény
Felelősségkorlátozás, -kizárás

12. CSŐD

Mit jelent a csőd, miként értelmezhető a csődeljárás? Mi ennek közgazdasági jelentősége? Miért, milyen célok érdekében érdemes alkalmazni azt? Milyen ösztönzési hatásokkal jár – az adósok és a hitelezők (szerződési partnereik) oldalán a csőd beállta előtt és az után? Milyen fontosabb szabályozási kérdések merülnek fel a csődeljárás kapcsán – hogyan alakítják ezek át az ösztönzési hatásokat?

A csődjogot legtöbb joggazdaságtani elemzés egy olyan rendezett eljárással azonosítja, amelynek során az adósok súlyos eladósodottságát próbálják kezelni. (White [2007] 1016, White [2017] 447.) Még pontosabban: a társaságokkal szemben folytatott csődeljárás lényege (közgazdasági, ösztönzési szempontból) az, hogy lehetőséget kapnak a felek arra, hogy szerződést módosítsanak, megegyezzenek a tartozások átütemezésében, esetleg részleges elengedésében – sőt, ösztönöz is erre. Elsősorban a hitelezőket ösztönzi erre. Tipikus ugyanis, hogy a csődeljárás az adósok jelentős kedvezményeket ad: a hitelezők tudhatják, hogy megegyezés hiányában a társaságot felszámolják, és nem fogják az összes hitelező igényét kielégíteni.

A csőd ezért két szakaszra bontható: a szerződésmódosítási és a végrehajtási-felszámolási szakaszra. A *szerződésmódosítási szakaszban* folytatják le a fizetési feltételek módosításáról szóló tárgyalást. Ha ez sikerrel zárul, akkor a létrejövő megállapodást a *szerződésmódosítás/egyezség*. A második szakasz a *törlesztési/vagyonfelosztási folyamat*. Ha létrejött a szerződésmódosítás, akkor a második szakaszban végrehajtják azt. Ha nem sikerült egyezséget elérni, akkor következik a teljes vagyon felosztása – és ezzel az adós *felszámolása*.

Az irodalom azt is felteszi (White [2017] 447.), hogy a csődeljárás elsősorban azon adósok problémáját hivatott kezelni, akik sok hitelezővel néznek szembe.¹²⁷

A magyar csődjog fogalomrendszerét sok bírálat éri. (Tajti [2015] 2-3, 13-14. Juhász [2014] 30., Csőke [2015] 11-12) A csődeljárásról és a felszámolási eljárásról szóló 1991. évi XLIX. törvény (továbbiakban: Cstv.) csődeljárásnak a gazdálkodó szervezetek reorganizációját tekinti csak. Ha erről nem sikerül megállapodni, akkor már nem „csődre”, hanem „felszámolásra” kerül sor. Ezt a nyelvezetet azért kritizálja (okkal) az irodalom, mert mind a köznyelvben, mind más jogrendszerek nyelvezetében a csőd [*bankruptcy*] a kétféle eljárás összefoglaló neve. Ráadásul a „jogi szlengben” önkormányzati és magáncsődről is beszélünk – bár az ezeket szabályozó törvények címe kerüli a csőd elnevezést és adósságrendezést írnak.¹²⁸ Az ezekben szabályozott eljárásoknak és a Cstv.-ben szabályozott eljárásnak a közös eleme szinte csak az, hogy a feleket az adósságrendezésről szóló tárgyalásokra akarja rábírn.

Ha a csőd hatásait akarjuk megérteni, akkor itt is az ösztönzőket kell keresni: miként változtatja ez meg a gazdasági aktorok, a társadalom tagjainak döntéseit. A legfontosabb változás, hogy a hitelező másképp viszonyul az adósság átütemezéséhez, elengedéséhez, mint

¹²⁷ A joggazdaságtani irodalomban időnként kifejezetten mint kollektív eljárás jelenik meg – gyakorlatilag figyelmen kívül hagyva azokat az eseteket, amikor egyetlen hitelezővel szemben áll csak fenn az adósság.

¹²⁸ 1996. évi XXV. törvény a *helyi önkormányzatok adósságrendezési eljárásáról* és 2015. évi CV. törvény a *természetes személyek adósságrendezéséről*

csőd hiányában – hiszen tudhatja, hogy a csőd miatt követelése (tipikus esetben) csak rosszabb feltételekkel, hosszabb idő alatt térül meg.

12.1. A CSŐD JELENTÉSE

A különböző jogrendszerek csődjoga sok ponton eltér egymástól.¹²⁹ Ez a szöveg csődön egy olyan a túlzott eladósodás esetén alkalmazható

- a. törvény által szabályozott...
- b. ...kollektív szerződésmódosítási folyamatot ért, ...
- c. amelynek lezárultáig az adós különböző fizetési kedvezményekben, vagy más típusú védelemben részesül, és ...
- d. amelynek sikertelensége esetén egy szintén törvényben szabályozott vagyonfelosztásra kerül sor.

Ez a csőd jogi folyamatának leírása. Ugyanakkor nem feledkezhetünk el arról sem, hogy a csőd megindítása (és ilyen vagy olyan befejezése) nem csak jogi, hanem piaci következményekkel is jár. Miközben a jog tipikusan jobb helyzetbe hozza az adóst, aközben a potenciális partnerei általában büntetik.

Lássuk a definíció egyes elemeit! A javasolt definíció tehát azzal kezdődik, hogy *túlzott eladósodás* esete áll fenn. Mégsem ennek elemzésével fogom kezdeni – csak a fejezet legvégén tárgyalom ezt. Ez ugyan furcsa lehet, de a joggazdaságtan egyik fontos jellemzőjére hívja fel a figyelmet. A normatív kérdést, vagyis hogy mikor érdemes azt segítségül hívni, csak akkor válaszolhatunk, ha tudjuk, hogy mi a következménye az alkalmazásának. Éppen ezért kiindulópontként elég egy nagyon tág definíciót adni erre: a „túlzott eladósodás” olyan helyzet, amikor az adós nem lenne képes tartozásait rendben teljesíteni.

Törvény által szabályozott... A csődjog egy opciót, lehetőséget teremt meg, amelyet a felek egyoldalú döntéssel lehívhatnak: csődeljárást indíthatnak. A törvény maga rendezi a folyamatnak a sarokpontjait, ezek nem az eljáró bíró, vagy a felek akaratától függenek. Kógens – és nem diszpozitív – szabályokat alkot. (Igaz időnként csak olyan generálklauzulákat alkalmaznak, amelyek értelmét az egyes esetekben a bíróság fogja kibontani.) Meghatározza a törvény, hogy

- a csődeljárás megkezdésével milyen fizetési rend lép automatikusan életbe – ez a nemsokára tárgyalt csődmoratórium;
- mi a „kilépési opció”, vagyis, hogy mik a törlesztési/vagyonfelosztási terv sarokpontjai;
- az egyezség/szerződésmódosítás milyen keretek között (milyen eljárás során, milyen tartalmi keretek között) jöhet létre.

...kollektív szerződésmódosítási folyamat, ... A szerződésmódosítás folyamat részleteit az eljárási szabályok megadják. Ennek legfontosabb eleme az, hogy kényszeregyezséget ír elő: az egyezség meghatározott rendben elfogadott egyes (esetleg összes) pontjai az azt el nem fogadó hitelezőkre

¹²⁹ És az egyes jogrendszereken belül is rengeteg különbséget találunk a különböző adósok – gazdálkodó szervezetek, önkormányzatok, magánszemélyek – helyzetét rendező eljárások között. Ennek legismertebb joggazdaságtani feldolgozása – a joggazdaságtan szempontjából legfontosabb szabályozási kérdések kiemelésével: Davydenko – Franks [2008]. A magyar jogban ez az 1346/2000/EK rendelet mellékleteiből tűnik ki.

is érvényesek lesznek. Ezek a szabályok (ki készíti elő, milyen határidővel az egyezségi javaslatot, kik, hogyan milyen hattáridőn belül döntenek róla, kit mire kötelez ez az egyezés, stb.) az ún. *eljárási kógens szabályok*. Léteznek azonban *tartalmi kógens szabályok* is, amelyektől az egyezésben nem lehet eltérni – például az egyezséget meg nem szavazó kisebbség jogai kapcsán.

... amelynek lezárultáig az adós védelmet kap... A csődeljárás általában moratóriumot jelent: a hitelező nem tehet meg egyes olyan lépéseket, amelyeket az adós szerződésszegése (fizetési késedelme) esetén máskor megtehetne. Például lehet, hogy késedelmes fizetés esetén a hitelező nem léphet fel – vagyis a csődmoratórium a fizetési haladékot jelent. Lehet, hogy a végrehajtási és a zálogeljárás alól is mentesíti: a hitelező nem indíthat ilyet (ha már indított, akkor azt fel kell függeszteni).

...és amely sikertelensége esetén a törvényben szabott keretek között indul meg az adósok kielégítése. A felszámolási eljárás kapcsán (ami ugye, akkor következik, ha az egyezés sikertelen) a csődszabályozás tipikusan két fontos kérdésre tér ki:

1. mekkora összeg lesz elérhető a hitelezők számára (ezt nevezhetjük úgy, hogy meghatározza a szabályozás a *torta nagyságát*) és azt, hogy
2. ezt kik között, hogyan osztják fel (ez a *torta elosztása*).

Jogi és nem-jogi szankciók. Az adóst a csődeljárás általában jobb helyzetbe hozza, mint amilyenben annak hiányában lenne. Ezt ellensúlyozandó a csődjog maga is különböző „büntetésekkel”, szankciókkal súlytja őket. Például bizonyos tevékenységektől, foglalkozásoktól meghatározott időre eltilthatja. Esetleg kizárja, hogy az adós meghatározott időn belül ismét csődeljárást kezdeményezzen.

Ezek az adóssal szembeni, a csődeljáráshoz kapcsolódó jogi szankciók. A csődeljárásnak azonban más fontos következményei is lehetnek: az adós, a társaság (és annak menedzsmentje) reputációja is részben elvész. Ezt nevezzük *csődstigmának* (Tajti [2015], Világbank [2013] 43-44.): a következő időszakban vélhetően nehezebben, vagy egyáltalán nem tud majd olyan szerződéseket kötni, gazdasági, társadalmi tranzakciókat kezdeni.¹³⁰ Nem csak a kölcsönszerződésekre kell itt gondolni: minden szerződés, minden tranzakció megnehezül. Ugyanis minden szerződés, minden tranzakció hitelezői pozícióba helyzetbe hozhatja azokat, akik a szolgáltatásukat előbb teljesítik. Ezt követően ők hitelezők: várnak a másik fizetésére, teljesítésére. Ez a pozíció lehet önkéntes, amikor tudatosan enged valaki halasztott fizetést, tudatosan vállalja azt, hogy ő korábban fog teljesíteni. De a hitelezői pozíció nem mindig önkéntes, sokszor kényszerhitelezésbe fordul a tranzakció: a kötelezett nem fizet, nem szállít. A reputációvesztés következménye ezért az, hogy várhatóan *minden partner, minden szerződés* esetén keményebb feltételeket követel majd: biztosítékokat kér, rövidebb fizetési határidőket enged – végső soron nem is lesz hajlandó szerződést kötni a csődbe ment adóssal. Persze ezen nem-jogi szankciók csak akkor érvényesülnek, ha az információ közismertté válik – amiért a csődjog tehet (és tesz) is.

¹³⁰ Lásd még *Az üzleti kudarc miatti megbélyegzés ellen – az újrakezdés politikájáért (A lisszaboni növekedési és foglalkoztatási partnerség megvalósítása)* (az Európai Közösségek Bizottságának közleménye a Tanácsnak, az Európai Parlamentnek, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának, 2007. május 5.).

12.2. TÉVES ÉRVEK, AZ EMPÍRIA FÉLREÉRTÉSE: SZŪRÉSI HATÁS ÉS ÖSZTÖNZÉS

A csődjog kapcsán – különösen a csődjog módosításainak indoklásaként – gyakran bukkan fel az érv: a csődjog nem ösztönöz eléggé megegyezésre, túl sokszor vezet a gazdasági társaságok felszámolásához. Az így érvelők gyakran arra a statisztikai adatra hivatkoznak, hogy a megindult csődeljárások nagy része felszámolással végződik, ritkán jön létre egyezés. (A kérdés normatív vetületét egyelőre tegyük félre, és ne foglalkozzunk most azzal, hogy miért is kellene „megmenteni” az ilyen vállalatokat.) Az érvelés azonban téves: abból, hogy nem jönnek létre egyezségek, nem következik, hogy a csődjog nem véd meg sok vállalatot a felszámolástól. Az így érvelők elfeledkeznek a csődjog egy fontos ösztönzési következményéről és az ún. szűrési hatásról is.

Ösztönzési következmény: csődön kívüli egyezségek. Úgy fogalmaztam fent, hogy a csődeljárás által adott azon „kilépési opciót” a hitelező számára rosszabb, mint ami csőd hiányában lenne. Emiatt olyan egyezségeket is el fog fogadni, amiket különben visszautasítana. De felmerül a kérdés: ha a csődeljárás neki ilyen költségekkel jár, akkor miért nem próbálja eleve elkerülni a csődeljárást? Például úgy, hogy még a csődeljárást megelőzően, azon kívül megpróbál egyezsége jutni az adóssal: módosítja a szerződést, nem „keménykedik”. (Ugyanaz az ösztönző ez, amit a 11.3 alfejezetben láttunk: sokszor a bírósági eljárást, a bíróság döntését sem várjuk meg, hanem megpróbálunk azon kívül, azt megelőzően megegyezni.) Röviden: a kilépési opció és a csődmoratórium léte miatt vélhetően nem csak a csődeljáráson belül, hanem azon kívül is nő a hitelezők megegyezési hajlama.

Sőt, amennyiben a csődeljárás következményei valóban súlyosan hátrányosak a hitelezők számára, és valóban erősen ösztönöznek ezek a *csődeljáráson kívüli megegyezésre*, akkor egyetlen *csődeljáráson belüli egyezséget* sem fogunk látni.

Szűrési hatás. Amikor valaki a csődstatisztikából von le következtetéseket, akkor nem feledkezhet el arról nem minden túlzottan eladósodott vállalat ellen indul csődeljárás – csak azok ellen, akiknél a csődeljáráson kívüli megegyezés elmarad. Ők azok, akiknél (véltetően) a hitelezők szerint nincs esély a megegyezésre. Innentől a csődeljárásba, és így a csődstatisztikába bekerülő eljárások erősen „szűrtek” lesznek. Sok eladósodott vállalat nem szerepel majd abban. A csődstatisztikában az eladósodott vállalatok egy részének (a statisztika nyelvén: egy mintájának) adatai szerepelnek csak. Ha azonban az összes eladósodott vállalatról (statisztika nyelvén: a sokaságról) akarunk mondani valamit, akkor figyelni kell erre a szűrési hatásra: a statisztikában szereplő vállalatok és az abból kimaradók között épp a tekintetben van fontos különbség, ami bennünket érdekel – a megegyezési lehetőség szempontjából.

Lássuk ezt a szűrési hatást két másik példán! Kezdjük egy nem jogi példával, egy nyilvánvaló hibával! Ha arra vagyunk kíváncsiak, hogy az emberek milyen gyorsan futnak, akkor nem szerencsés abból következtetéseket levonni, hogy az olimpiai síkfutók milyen gyorsak.

De hasonló hibákat – nem ennyire nyilvánvaló helyzetekben – gyakran elkövetünk. A jogi vitákban gyakori, hogy abból vonunk le következtetéseket, hogy milyen döntéseket hoz a bíróság. Például egy büntetőjogi szabály hatásait gyakran annak alapján értékelik, hogy alkalmazta-e azokat egyáltalán a bíróság (került-e elé az adott szabályt megszegő magatartás). Ha azonban csak az ítéletekkel foglalkozunk, akkor nem vesszük figyelembe azt, hogy a bíróság elé csak azok kerülnek, akik nem változtatták meg a döntésüket a büntetőjogi szabály léte miatt (a szabály bevezetése után is elkövették a bűncselekményt). Azokat azonban nem mutatja ez a vizsgálat, akiket a szabály elriasztott az elkövetésétől. Vegyük észre: ha a szabály tökéletesen működne, és mindenkit

eliasztana, akkor senki nem kerülne bíróság elé, vagyis a szabály e teszt szerint a szabály „feleslegesnek” fog tűnni, hiszen nem kerül bíróság elé egyetlen eset sem.

12.3. A TÚLZOTT ELADÓSODÁS KEZELÉSÉNEK, AZ ADÓSSÁGRENDEZÉSNEK A CÉLJAI

Az előbb elhalasztottam annak a kérdésnek a tárgyalását, hogy miért lenne cél a túlzottan eladósodott vállalatok megmentése. Ez normatív kérdés, ahogyan a csődjogról szóló viták nagy része normatív: abból fakad, hogy az egymással egyet nem értő felek más-más célnak adnak prioritást. A vita a közgazdaságtan szemében – első látásra – a hatékonyság és az igazságosság közötti ütközésnek tűnik. A jogtudományban ennek megfelelője az, hogy valaki az adósok védelmét tartja fontosabbnak, vagy a hitelezőt védő *pacta sunt servanda* elvet.

Szerencsés azonban ezen alapvető ellentétnél mélyebbre ásni. Csődjog esetében a – közgazdasági elemzésekben releváns – hatékonysági elvárás is több egymással ellentétes formát ölthet. Az eltérések legfontosabb oka az, hogy vannak, akik az *ex post*, és vannak, akik az *ex ante* szempontnak adnak elsőbbséget. Az *ex post* megközelítés arra figyel, hogy a már kialakult túlzott eladósodás minél kisebb terhet jelentsen az adósok, a hitelezők, a társadalom többi tagja számára. Az *ex ante* szemlélet ezzel szemben azt hangsúlyozza, hogy a csődjogi megoldások az ilyen helyzetek kialakulását is befolyásolják. Durván fogalmazva: ez a szemlélet nem a már kialakult terheket akarja „hatékonyan” elosztani, hanem azt keresi, hogy miképpen csökkenthető az ilyen problémák száma és súlya a jövőben.

12.3.1. *Ex post* érvek

Azok, akik a *már kialakult helyzet* megoldását keresik általában nyolc fontos szempontot vetnek fel.

1. *A jövedelemtermelési ösztönző fenntartása.* A túlzott eladósodás olyan helyzetet teremt, amikor az adós a továbbiakban hiába hoz jó döntéseket, hiába termel jövedelmet – az adósság miatt a jövedelmét teljesen, vagy nagyon nagy részben a törlesztésre kell fordítania. Ilyen körülmények között a jövedelem növelésére kevés ösztönzője marad. Ezt nevezi a közgazdaságtan *szegénységi csapdának*. (Barr [2009] 361–363, Cullis – Jones [2003] 361–362.) Ennek az „ösztönzési hiányos helyzetnek” a felszámolása lehet a csődjog egyik célja. Amikor például bizonyos jövedelmeket mentesít (vagyis kivon a hitelezők számára elérhető vagyonyból), vagy ha az adósságtörlesztésre fordítható jövedelmet a megkeresett jövedelem meghatározott százalékában maximálja, akkor ezt az ösztönzési problémát csökkenti.

2. *A túlzott kockázatvállalás korlátozása.* Láttuk az ötödik fejezetben, hogy az adósság túlzott kockázatvállalásra ösztönzi: ha a projekt sikeres lesz, és nagy nyereséget hoz, akkor annak hozamból már neki is jut – ezzel szemben sikertelenség esetén a költségeket a hitelezők viselik, ők jutnak kisebb megtérüléshez. Erre a túlzott kockázatvállalásra csődveszély esetén különösen nagy az esély – az irodalomban külön nevet is kapott: *kockázatvállalás a feltámadásért*.

3. *A könyvek tisztulása.* Mivel a csődeljárás végeztével a tartozása (ha megtérül, ha nem) megszűnik, így a hitelezők nem szerepeltethetik azt a továbbiakban a könyvekben. A könyvek, mérlegeik jobban tükrözik majd a valós helyzetet. Vegyük észre: ezen tartozások jó része nem

a csődeljárás miatt válik behajthatatlanná – egyébként is behajthatatlanok lennének. A csődjog csak azt eredményezi, hogy eltűnnek ezek a könyvekből. (Világbank [2013] 27–29.)¹³¹

4. *A vagyon felszabadítása.* A csőd gyakran olyan helyzetet jelent, amikor a vagyont (valószínűleg) olyan szervezet birtokolja, tulajdonolja, aki nem képes hatékonyan működtetni azt – sokszor épp e nem hatékony működés miatt adósodott el. (White [2017] 448–449.) A csőd egyik célja e vagyon transzfere: rendezett formában kivonjuk azt a nem hatékonyan működő adós érdekköréből, és olyanoknak juttatjuk, akik azt hatékonyabban használhatják.¹³²

5. *A káros versengés korlátozása.* Az eddigi célok akkor is fontosak, ha egyetlen hitelező felé adósodott el az adós. Ha sok hitelező van, akkor azonban más problémát is kezelni kell: a korábban érkező hitelező elvihetné a vagyont a többiek elől. Ezt a versenyt tisztán redisztributívnek nevezi az irodalom: nem hoz létre értéket, mint a produktív, piaci verseny, nem vezet jobb áruk, szolgáltatások vezet. Ez a „gyorsasági verseny” („lépni kell, még mielőtt a többiek észbe kapnak”) csak azt befolyásolja, hogy az amúgy is elérhető vagyon kihez kerül. (White [2007] 1018.)

Sőt, ez a verseny akár csökkentheti is a vagyont – káros is lehet. Egyrészt a *járadékvadászat* miatt: a hitelezők erőforrásokat használnak el ebben az egymással folytatott versenyben. Másrészt a gyors fellépés azt is jelentheti, hogy az adós teljes *törlesztési kapacitása* is zsugorodik: a gyorsan érkező hitelezők olyan vagyontárgyakat is lefoglalhatnak, amelyek révén jövedelmet lehetne termelni, amelyek a további (a többiek felé fennálló) tartozások megtérítésének esélyét növelnék.

6. *A tranzakciós költség minimalizálása.* Sok hitelező, kollektív adósságprobléma esetén meglehetősen drága lenne mindenkivel külön-külön tárgyalni, megegyezni. Amikor a csődjog kényszeregyezséget ír elő, ezzel eléri, hogy nincs szükség (és lehetőség sem) egyéni tárgyalásokra. Ezek költsége megtakarítható, és emiatt nő a hitelezők számára elérhető vagyon. Az egyezség elfogadásához előírt szavazási eljárás, illetve a szavazás végeredményeként létrejövő kényszeregyezés miatt nincs *akadályozási [hold up] probléma* sem: az egyes hitelezők nem tudják „vétójukkal” zsarolni az egyezés elfogadására hajló többieket.¹³³

7. *Extern hatások.* Ha a hitelezők (akár a csődeljárás keretében, akár azon kívül) elvonják az adós vagyont az nem csak a többi hitelező érdekeit sértheti (mint a káros verseny esetén), hanem a hitelezőként fel nem lépő többi érintettet érdekét is. A helyi közösség adóbevételől esik el, a munkavállalók munkahelyüket veszítik, stb.. Általában ez az érv húzódik meg az ún. *továbbműködési cél* mögött, amely a csődbe jutott vállalatok fennmaradását, további működését tekinti a csődjog egyik legfontosabb céljának. Ez az externália érv nyilvánvalóan ütközik a vagyon felszabadításának céljával. Vegyük észre: az externália érv épp abban lát problémát, amiben a vagyon felszabadításának érve lehetőséget: a munkavállaló felszabadul, és ezért esélyt kap arra, hogy értelmesebb, hatékonyabb módon kapcsolódjon be a termelésbe.

¹³¹ Nem feledkezhetünk persze el arról sem, hogy a csőd maga is csökkenti a behajtható adósságok arányát.

¹³² A gyakorlatban a problémát természetesen a vagyonértékesítés körülményei jelentik: valóban olyan áron és olyan módon kerül-e át a vagyon az új tulajdonoshoz, amely garantálja annak jobb, hatékonyabb felhasználását.

¹³³ A helyzet hasonló ahhoz, amit a kilencedik fejezetben a taggyűlés szavazási eljárása kapcsán láttunk: a kényszeregyezséggel, illetve a döntéshez szükséges többség csökkentésével a döntéshozatal tranzakciós költsége csökken ugyan, de a kisebbségre rótt költségek jelentősen nőhetnek.

8. *Nevelés.* Fontos hatása lehet a csődeljárásnak, hogy az adóst szembesíti saját rossz pénzügyi döntéseinek következményeivel. Felismerheti, mely döntései vezettek a túlzott eladósodáshoz, csökken a rossz lépések megismétlésének esélye. Persze gazdálkodó szervezetek esetén, a csőd gyakran azok felszámolásához vezet – ez a nevelési hatás tehát akkor jelentkezik, ha a szervezet tagjai, menedzsmentje a továbbiakban hasonló szerepet vállalhatnak máshol. (Amit a jog akadályozhat.)

12.3.2. *Ex ante érvek*

A csőd szabályai nem csak arra hatnak, hogy a már kialakult problémák hogyan oldódnak meg, hanem arra is, hogy a jövőben kialakulnak-e újra hasonló helyzetek. A csődjog tipikus intézményei (csődmoratórium, az adósságok kényszerregezésen alapuló elengedése, stb.) a hitelezőkre tolják az adós fizetési gondjaiból fakadó kockázatok egy részét. A csőd felfogható egyfajta kötelező biztosításként is (White (2017) 449.): a hitelező bizonyos káros események bekövetkezése esetén állja az adóst érő kár egy részét – azon keresztül, hogy kénytelen lemondani hitele megtérítéséről. Emiatt megváltoznak a felek kockázatvállalással kapcsolatos döntései.

Morális kockázat. A kockázat újraelosztása miatt az adós *felelőtlenebb* lehet, hiszen az adósság káros következményeinek egy részét a csődjog leveszi a válláról – ez az ún. *ex ante morális kockázat*. (Az előbb látott feltámadás reményében vállalt túlzott kockázat az ún. *ex post morális kockázat*nak.) Ha felelőtlenebb az adós, akkor az adósság visszafizetésének esélyét csökken: kockázatosabb beruházásokba fog, több hitelt vesz fel, stb.. Az *ex ante* morális kockázat szélsőséges formája a *nyílt hazugság*: az adós ugyan tudna fizetni, de a csődeljárás során elérhető kedvezmények miatt letagadja a fizetőképességét. Röviden: az *ex ante* morális kockázat arra hívja fel a figyelmet, hogy az adós védelme miatt nőhet a jövőben a túladósodás, illetve a fizetési problémák kialakulásának esélye.

Túlzott kockázatkerülés ellen. Persze az, hogy az adós a csődjog biztosítási jellemzői miatt több kockázatot vállal, nem biztos, hogy káros. Láttuk a hetedik fejezetben, a korlátolt felelősség melletti klasszikus érvelésben, hogy a vállalati döntések időnként túlzottan is óvatosak. Ha a csődjog miatt csökken a rossz esetben elszenvedett veszteség, akkor a kockázatkerülő fél több kockázatot vállal.

A hitelkínálat visszafogása. Tudva, hogy az adósok védelme miatt kisebb megtérülésre számíthatnak, a hitelezők vissza fogják fogni a hitelkínálatot. Pontosabban (ami közgazdasági szempontból ugyanaz): a hiteleket keményebb kamat- és egyéb feltételekhez kötik. A hitelhez jutás nehezítése (igaz, sokszor ki nem mondott) társadalmi, politikai cél is lehet. Amikor valaki azzal érvel, hogy „a kínálatnak viselnie kell a megfontolatlan hitelezés terhét” (London Economics [2012] 9–10., Világbank [2013] 31–33.), akkor e mögött gyakran e cél húzódik meg. Persze szem előtt kell tartani, hogy nem csak a tudatos hitelezés csökken majd, hanem általában a szerződés-kötési hajlam – hiszen minden szerződés kényszerhitelezéshez vezethet.

Hatékony kockázatosztás? A kockázatok átrendezése, mint láttuk, a normatív közgazdaságtan (hatékonyságelvű) modelljei szerint igazolható lehet – de ronthatja is a hatékonyságot. A csődjog a kockázatot a hitelezőre tolja; a kérdés ezért az, hogy ő-e a jobb kockázatviselő (Posner – Rosenfield [1977]). Nyilvánvaló, hogy erre a kérdésre nem adható egyszerű válasz: adósság és

adósság, hitelező és hitelező között e tekintetben is fontos különbségek vannak. Erre a csődjog mintha figyelne is:

- bizonyos hitelezőktől (mert jobb kockázatviselők) több kockázatot vállalását követeli és
- bizonyos kockázatokat egyáltalán nem tol a hitelezőkre, mert azoknak az adós a jobb kockázatviselője. (Vannak olyan kockázatok, amikről az adós mindig tud többet. Ilyen például az az ún. *speciális, idioszinkratikus kockázat*, ami az adós – általában a hitelező előtt nem ismert – speciális helyzetéből fakad.)

12.3.3. A csődjog: a szerződési jogon túl

Az eddigi elvárások nem csak a csődjog révén teljesíthetők. Léteznek alternatívák: a csődjogot mindig ezek *helyett* választjuk. A legfontosabb alternatíva a szerződési jog – azon belül az önkéntes szerződésmódosítás, illetve a szerződés kikényszerítésének korlátai. Ebben a pontban ezt elemzem.

Önkéntes szerződésmódosítás. Szerződésmódosításra, adósságkönnyítésre csődjogon kívül is tömegesen kerül sor. Ez ugyanis a hitelezők érdeke is lehet. Például akkor, ha egy tartozás behajtása roppant költséges, vagy ha egy behajtás (az adós „túlzott megterhelése”) rontaná a hitelező hírnevét.

Ugyanakkor az is nyilvánvaló, hogy az önkéntes szerződésmódosítások révén több probléma nem oldható meg. Ilyen a káros verseny kapcsán látott összefüggés: sok hitelező esetén egy szerződésmódosítást, adósságkönnyítést fontolgató hitelező tudhatja, hogy az általa adott kedvezmény nem feltétlenül az adós helyzetét könnyíti, (valószínűleg) csak a többi hitelező megtérülését növeli. Éppen ezért még az adós helyzetét szívéen viselő hitelező sem ad kedvezményeket az adósnak: a kedvezmény nem az ő, hanem a többi hitelező helyzetét javítja.

A pacta sunt servanda korlátai. A csőd a *pacta sunt servada* elv alóli kivétel: az adósnak nem kell teljesítenie a szerződéses vállalásait. Azonban a *pacta sunt servanda* alól kivételeket a szerződési jog is ismer:

- ki lehet mondani egy szerződés érvénytelenségét – például az uzsora vagy a jóerkölcsbe ütközés olyan helyzet, amely nagyon gyakran merül fel érvként az adós védelmében;
- lehetlenné lehet nyilvánítani a teljesítését, vagy a bíróság módosíthat is szerződést, amennyiben a *szerződéskötés után* változtak meg jelentősen a körülmények.

A *pacta sunt servanda* ezen szerződési jogi korlátaira is figyelemmel, a csődjog abban tér el elsősorban a polgári jogtól, hogy nem a bíróságra bízva annak megítélését, hogy fennállnak-e a szerződés alóli mentesítés, a lehetetlenülés, a szerződésmódosítás feltételei, hanem maga a törvény ír elő olyan helyzeteket, amikor ez automatikus. A csődjog mellett ennek alapján kell (elsősorban) érvenni.¹³⁴

¹³⁴ Ezzel kapcsolatos érveket a negyedik fejezetben láttunk, amikor arról volt szó, hogy miért védi a jog törvényi eszközökkel a munkavállalókat, holott a szerződési, polgári jogi őt, a magánkikényszerítés is nyitva állna előttük.

12.4. SZABÁLYOZÁSI KÉRDÉSEK

Miután áttekintettük a csődjog alapvető jelentését, és a vele szemben megfogalmazott – egymással vitatkozó – normatív elvárásokat, érdemes a csődjog eszközrendszerének egy-két elemét kiemelni. Olyanokat, melyek alapvetően befolyásolják a hatások pontos alakulását. Ilyenek azok a szabályok, amelyek

1. csökkentik, vagy növelik a szétesztható vagyon (a torta) nagyságát
2. meghatározzák, hogy kik mekkora részt kaphatnak a vagyontól
3. egyszerűsítik vagy bonyolítják a csődeljárás belüli egyezségkötés folyamatát.

12.4.1. Mekkora a csődben szétesztható vagyon, mekkora a torta?

Azon keresztül, hogy a csőd szabályai csökkentik vagy növelik a hitelezők számára elérhető vagyon (a „torta”) nagyságát, befolyásolják a hitelezők összességének megtérülését. Meghatározza a csődjog, hogy milyen vagyont tartozik a „csődvagyon” körébe. Erőteljesen befolyásolja a hitelezőknek jutó vagyonszám nagyságát a csődeljárás költsége is, hiszen az adós vagyontól nem csak a tartozásokat kell fedezni, hanem – azokat megelőzően – ezeket a költségeket is. Rontja a hitelezők megtérülését az is, hogy a csődmoratórium miatt az eljárás során megnehezül az adóssal szembeni igényérvényesítés, a hitelezők csak hosszabb idő után juthatnak a pénzükhöz, és az adós szerződészegését is nehezebb lehet megakadályozni, megtorolni. A várható megtérülés nagysága nyilvánvalóan befolyásolja mind az adós, mind a hitelezők hitelezési, kockázatvállalási kedvét.

A csődvagyon nagysága. Induljunk ki abból, hogy a gazdasági társaságok tulajdona, forgalomképes jogai, követelései, átruházható szerződési pozíciói alkotják a csődvagyonot – ha az egyezség nem jön létre, akkor ezeket fogják értékesíteni a tartozások rendezése érdekében. Ehhez képest a csődvagyon nagyságára két módon hat a csődjog. Az egyik a vagyonkimentés elleni fellépés lehetősége, a másik a nem átruházható vagyonelemek felhasználásának kérdése.

Azok a vagyonelemek, amelyeket *korábban különböző tranzakciók során kikerültek* a társaság „tulajdonából” nem részei a csődvagyonnak – kivéve, ha a társaság vagy a hitelezők nevében eljárva valaki (például a társaság menedzsmentje, a csődbiztos, stb.) eléri, hogy a tranzakciót érvénytelenítsék, és a vagyont visszaköveteli. Azonban ezen tranzakciók többségében nem arról van szó, hogy a társaság „odaadta” a vagyont valakinek, hanem ezért valamiféle ellentételezést is kapott. Vagyis a vagyontárgy ugyan az övé, de az ellenszolgáltatás a társaság vagyont, a csődvagyon növelte. Például, ha a társaság eladott egy vagyontárgyat, akkor ennek ára befolyt, az már a csődvagyon része. Vagy, ha – mint másik tipikus példa – nem teljes törlesztés fejében elengedett egy követelést, akkor is igaz, hogy a befolyt pénz a csődvagyon része. És a tartozás elengedése nélkül pedig lehet, hogy ennyi sem folyt volna be – hanem mondjuk egy per létezne csak, a kimenet kockázataival.

Éppen ezért – hatékonysági szempontból igazolható módon – elsősorban azon tranzakciók ellen lehet csak fellépni, amelyek a társasági vagyon „kifolyatásaként” foghatók fel. A jog a fedezetelvonás tilalma, vagy a csődbüntett révén próbálja akadályozni a csődvagyon ilyen csökkentését. Ez azonban nem fog át minden veszteséges tranzakciót. El kell ugyanis kerülni az *utólagos bölcsesség* hibáját: ami utólag veszteséges, az a döntés pillanatában lehetett ésszerű kockázat.

Külön kell szólni egy érdekes esetről: amikor a társaság a csőd bejelentése előtt valamilyen tartozását kiegyenlíti. A társaság vagyona ugyan csökken a kifizetett összeggel, de egyben a tartozások nagysága is. Feltehetjük azonban a kérdést: ha nem fizetik vissza ezt a tartozást, akkor a többi hitelező nem juthatott volna magasabb megtérüléshez. A hitelező, akit így kifizetnek, lehet, hogy a csődeljárás során tartozásainak csak egy részét kapta volna vissza – az ilyen „csőd előtti visszafizetéssel” többet kap. Ez a többi hitelező megtérülését rontja. Ráadásul, nem nehéz észrevenni itt a *káros verseny* jeleit sem: elviszi a vagyont a többiek elől, nem kell viselnie a csőddel járó költségeket, kellemetlenségeket.

A vagyon közgazdasági fogalma, amit a hatodik fejezetben vezettem be, általában tágabb, mint amit a jog csődvagyonnak nevez. Vannak olyan – közgazdasági értelemben vannak – vagyonelemek, jogok, amely *nem átruházható*k. Ezek a hitelezők kielégítését sem szolgálhatják, nem kerülhetnek be a csődvagyonba. Ilyen például a társaság működése alatt felhalmozott tudás, kapcsolatrendszer. A tudást az azt „birtokló” (tudó) embertől – például a vállalat menedzsereitől – elvonni nem lehet. És ez az információ, kapcsolatrendszer, piacismeret roppant nagy értéket képviselhet. Például akkor, ha az adott szereplő újra megjelenik a piacon. Emiatt a csődjog (hacsak nem tilt el a piacra lépéstől) nagy vagyont hagy érintetlenül az adós kezén.

Az érintetlenül az adós kezén maradó (átruházható) vagyont nevezi a csődjog mentesített vagyonnak, ami a csőd után, az „újrainduláskor” szabadon használható – ez az ún. *fresh start*. Bizonyos esetekben fizikai vagyon is lehet mentesített vagyon – például közművek. Persze ezek esetén a helyzet sokszor tisztább: ezen vagyonelemeket eleve nem is kerül a társaság tulajdonában, hanem ő például csak kezelője lesz egy állami tulajdonban maradó vagyonelemnek.

Közvetlen költségek. A csődvagyonból nem kerül a hitelezőkhöz az az összeg, amit az adminisztrációs költségek megtérítésére kell fordítani. Az eljárásjog szabályai (például az adminisztrációt lebonyolító szervezet, a csődbiztos kiválasztásának módja) ezt természetesen erősen befolyásolják. Ezekkel a 12.4.3. pontban foglalkozom.

Csődmoratórium. Mivel a csőd megindítása után az adósnak egy ideig (például a tárgyalási időszakban) nem kell fizetnie, és bizonyos tartozások (a törlesztési, vagyonfelosztási terv szerint) azt követően is csak lassabban térülnek meg, így a hitelezőknek idővesztéssel is számolniuk kell. Ez a halasztott fizetés csak akkor nem jelent nekik veszteséget, ha a tartozás eközben kamattal növekszik. Ugyan a jog gyakran előírja a követelések kamatozását, de ez a kamat ritkán „megfelelő”. Láttuk az első fejezet végén, a fundamentális értékelésnél, hogy a kamatláb csak akkor „megfelelő”, ha a kockázatra is reagál. Mivel pedig a fizetési moratórium sokszor a megtérülés esélyét is csökkenti, így biztos, hogy csak a kockázati kamatfelárat is tartalmazó, a „normál” piaci kamatot meghaladó kamat lehetne megfelelő. De a csődjog sokszor (általában) csak a piaci kamattal számol.

Ösztönző hatások. Ha a torta bármelyik módon csökken, akkor a hitelezés (illetve a kényszerhitelezői pozíció veszélyét hordozó szerződések kötése) kockázatosabbá válik:

- egy csődhelyzetbe kerülő adóstól nehezebben lehet majd behajtani az adósságot;
- az adósok nagyobb kockázatvállalásával is számolni kell.

Amennyiben a csődvagyon úgy csökken (például a visszaperlés korlátozása révén), hogy a vagyon az adósnál, annak „érdekkörében” marad, akkor ez a hatás egyértelmű: az adós kevesebbet kockáztat egy csőddel. Kicsit bonyolultabb a helyzet akkor, ha a vagyon nem az

adósnál marad, hanem elvész (például csőmoratórium, időveszteség esetén), vagy másokhoz kerül (például adminisztrációs költségeknél). Ezek is csökkentik, a nemfizetés várható szankcióját, és ezért emelik a csőd kockázatot: költségesebb, lassabb eljárások esetén az adósok tudhatják, hogy a hitelezők „kevésbé szigorú” egyezségeket is el fognak fogadni – ők könnyebben megkockáztatnak egy szerződésmódosítási ajánlatot.¹³⁵

Persze ne feledjük azt sem: amennyiben az eljárás alatt megtermelt jövedelem, létrejött vagyon egy része az adósnál marad, akkor az segít a jövedelemtermelési ösztönző fennmaradásában is.

12.4.2. A torta elosztása

A torta nagysága azt határozza meg, hogy egy hitelező átlagosan mekkora megtérülésre számíthat. Azonban az egyes hitelezők között komoly eltérés lesz: a csődvagyonból más-más mértékben, más-más valószínűséggel térülnek meg a tartozásaik. Ennek két legfontosabb meghatározója az, hogy létezik-e az abszolút prioritás szabálya, illetve az, hogy milyen a prioritási sorrend.

Abszolút prioritás. Az *abszolút prioritás szabálya* azt jelenti, hogy a hitelezőket különböző osztályokba sorolják, és egy alacsonyabb osztály kifizetését csak akkor kezdik meg, ha a magasabb osztályok felé fennálló tartozásokat már teljesen kiegyenlítették, ha a magasabb prioritással rendelkezők már teljes megtérüléshez jutottak. Az éppen kifizetett csoporton belül pedig a követelések arányában osztják fel a beérkező forrásokat. Az alternatíva az *arányos elosztás* lenne, amely a vagyont, a befolyó pénzt az összes hitelező között osztja fel. (Összefér az arányos prioritással az is, hogy a különböző osztályok tartozását súlyozzák, a megtérülési arányok között eltérés legyen, ne a követelések arányában osszák fel a vagyont; a lényeg, hogy minden csoportnak, mindenkinek jusson.)

Tegyük fel, hogy három hitelezői osztály van az első 300, a második 200, a harmadik 500 követeléssel lép fel. Vagyis összesen 1.000 követelés van. A vállalat vagyona pedig előre láthatóan 400-ért adható el. Arányos elosztás mellett – annak követelésarányos változatában – minden csoport a tartozása 40%-át kapná meg. Abszolút prioritás esetén az első csoport megkapná a teljes követelését (300-at), a másodiknak jutna a fennmaradó 100 – vagyis ők a követelésük 50%-át kapnák meg. Míg a harmadik csoportnak semmi nem jutna.

Tegyük fel, hogy „előkerül egy újabb vagyonelem” amely 50-ért adható el. Arányos prioritás szerint ebből a bevételből 15 (30%) jutna az első, 10 (20%) a második, 25 (50%) a harmadik csoportnak. Abszolút prioritás mellett ez az 50 bevétel egyedül a második csoportnak jut.

Prioritási sorrend. Az abszolút prioritás esetén kulcskérdés, hogy melyik hitelező (melyik típusú hitelező) melyik csoportba kerül. A legerősebb pozícióban azok vannak, akik felé a tartozásokat a csődmoratórium idején is teljesíteni kell. Nekik a közvetlen és a csődmoratórium miatti áttételes költségeket sem kell viselnie. Ebbe a csoportba a különböző jogrendszerek a munkavállalók felé fennálló tartozásokat, a munkabérek, a köztartozásokat, egyes közművek felé fennálló kötelezettségeket sorolja. De sokszor ilyen kiemelt pozíciót kapnak a csődeljárás megkezdése után újonnan nyújtott hitelek, az ilyenkor vállalt kötelezettségek is. (Ennek hatékonysági magyarázatát a túlnyúlt hitelek kapcsán az ötödik fejezetben láttuk.) A többi

¹³⁵ Tegyük persze hozzá: ez az áttételes, egyezségeken keresztül megnyilvánuló hatás a csődvagyon korlátozásakor is jelentkezik – csak ott a közvetlen hatás mellett.

csoporthoz viselni kell kisebb-nagyobb költséget. Minél hátrább sorolt csoportban van valaki, annál többet – annál kisebb a várható megtérülése.

A prioritásrendszer hatásai. A vagyon felosztása kapcsán három fontos hatást érdemes kiemelni. (i) A felosztás szabályozása (tegyük hozzá: bármilyen világos szabályozása) csökkenti a káros versenyt. (ii) Az abszolút prioritás csökkenti a kollektív cselekvési problémát. (iii) A prioritási sorrend befolyásolja a kockázatelosztást és ezzel a társaságok számára elérhető szerződési kondíciókat.

A *káros versenyre* gyakorolt hatás könnyen belátható: bármilyen szabály szerint is osztódik el a vagyon (akár arányos elosztás esetén is), megszűnik az arra való ösztönzés, hogy valaki gyorsan fellépjen az adóssal szemben. Nem viheti ugyanis el a többiek előtt a vagyont: a csődvagyon nem azé, aki gyorsabban lép, hanem a prioritási sorrend szerint kerül felosztásra.

A *kollektív cselekvési problémát* azon keresztül csökkenti az abszolút prioritás szabálya, hogy adott vagyontárgy eladása nem minden hitelező megtérülését, bevételét növeli, hanem csak a hitelezők azon kisebb csoportját, akik éppen soron vannak a kifizetésben. Láttuk: minél nagyobb egy csoport, várhatóan, annál nagyobb az esélye a potyázásnak, vagyis annak, hogy egyetlen csoporttag sem fog a menedzsment vagy a csőd gondnok döntéseire figyelni. Az abszolút prioritás azon keresztül, hogy adott bevételből mindig csak egy kisebb csoportot fizet ki, növeli az esélyét annak, hogy ezt a problémát leküzdik (az adott csoport már privilegizált, vagy közepes-köztes csoporttá válik).

A prioritási sorrend akkor hatékony, ha a 12.3.2. pontban látott *hatékony kockázatviselési* szempont megjelenik benne, és magasabb prioritást adunk azon hitelezőknek, akikre kisebb kockázatot érdemes csak tolni. Fontos azonban látni, hogy ez csak az egyik szempont. Figyelembe kell ugyanis venni azt is, hogy egy-egy csoport mennyire érzékenyen reagál a többlet-kockázatra. A hatékony kockázatviselés tesztje alapján érthetetlen lenne, hogy miért kapnak magasabb prioritást a biztosított hitelt nyújtó pénzügyi intézetek: ők – tipikusan – jobb kockázatviselők, mint a mögéjük sorolt beszállítók, vagy éppen kényszerhitelezők. Azonban vélhetően ezen az intézményi hitelezők azok, akik erősebben visszafognák a tranzakcióik volumenét, ha növelnék a csőd költségét a számukra. Vagyis az ő hátrébb sorolásuk erőteljesen rontaná a vállalatok hitelhez jutási esélyeit (a hitelek kondícióit), mint amennyivel a többi érintett szerződési kondíciói javulnának, ha ők kapnának magasabb besorolást. És ne feledjük, hogy most az ex ante kialakuló szerződési kondíciókról, lehetőségekről beszélünk! Mivel ex ante nem lehet tudni, hogy melyik vállalat megy majd csődbe, így ezek a hitelezési és szerződési feltételek minden vállalatot érinteni fognak, nem csak a csődbe menőket. A prioritási szabály az összes vállalatot érinti.

12.4.3. Eljárási kérdések

Az eljárás menete határozza meg annak közvetlen és közvetett (időn, kockázaton keresztül ható) költségeit. De a helyzet itt sem olyan egyszerű, hogy e költségek minimalizálása lehetne az egyetlen cél. Ezek az eljárási szabályok hatnak ugyanis arra is, hogy milyen egyezség jön, jöhet létre a csődeljárás során – vagyis a torta nagysága és annak elosztása is erősen függ ezektől. Két fontos kérdést érdemes kiemelni: (i) az egyezségi ajánlat elfogadását és (ii) a csőd gondnok szerepét.

Az egyeség elfogadása. Az egyezés, mint láttuk kényszeregyezés: az azt el nem fogadók is kötve vannak hozzá. Éppen ezért fontos, hogy milyen többség kell az egyezés elfogadásához, illetve, hogy a kisebbség milyen védelmet kap a számára hátrányos megállapodások ellen.

Induljunk ki abból az reális feltételezésből, hogy a csődegyezséget megszavazók mindig növelhetik a saját megtérülésüket, ha a maguk javára csoportosítják át a csődvagyont, és csökkentik a kimaradóknak jutó részt. Az adós ezt felismerheti. Ezért ha a kisebbség jogait nem védjük külön, akkor ő mindig olyan egyezségi ajánlattal fog előállni, amely a kisebbségnek semmit nem juttat – különösen, a többség pedig teljes, vagy a vagyona által engedett legteljesebb megtérülést kap. Ha van fennmaradó vagyon, akkor azt az adós akár meg is tarthatja – ez a többséget nem feltétlenül fogja zavarni.

Innen azt sem nehéz belátni, hogy minél nagyobb a szükséges többség (minél nagyobb többséget követel meg a törvény), annál kisebb lesz a kisebbségre aránytalan terheket rozó egyezségek elfogadásának esélye. Sőt, a csődjog gyakran nem csak „generálisan” ír elő szükséges szavazatszámot, hanem az egyes hitelezői osztályokon belül is. Ekkor ugyanis nem elég egy-két (az összes tartozás meghatározott százalékát bíró hitelezőt tartalmazó) csoportnak kifizetést ígérni: a vesztes csoportban vélhetően nem kapná meg a megfelelő támogatást az egyezségi ajánlat. Ugyanakkor a szükséges többség emelése egyben nehezíti is az egyezés elfogadását – vélhetően növeli annak időigényét, és ezzel a csődeljárás költségét.

Ezért sok csődeljárásba építenek be a magasabb szavazatszámot túl (vagy a helyett) más kisebbségvédelmi biztosítékokat is. Ilyen biztosíték az, hogy az egyezségeket a kisebbség a bíróságon *megtámadhatja*. (Persze ennek gyakorlati működését ismét akadályozhatja a kollektív igényérvényesítés esetén látott problémák sora.) Sok jog nem is egyszerűen megtámadhatóvá teszi az egyezséget, hanem azt eleve *bírósági jóváhagyáshoz* kötik. De akár a megtámadási lehetőséget, akár a jóváhagyási feltételt köti ki a csődjog, mindkét esetben meg kell határozni, hogy mik azok a szempontok, amiket a bíróság vizsgálni fog. A két legismertebb teszt: a minimum-elv és a diszkrimináció-teszt.

- A *minimum-elv* szerint a kisebbség nem járhat rosszabbul, mint ahogy a törvény szerinti vagyonfelosztáskor járna.
- A *diszkrimináció-teszt* szerint pedig nem járhat rosszabbul, nem juthat kisebb megtérüléshez, mint az egyezséget megszavazó csoport.

Figyelni kell azonban a bizonyítás nehézségeire is. A minimum-teszt alkalmazásához ismerni kell, hogy kinek mekkora kifizetés járna csődegyezés hiányába. A diszkrimináció-teszt alkalmazásakor pedig komoly probléma, két ugyanolyan megtérülést kapó hitelező között még fontos eltérés lehet. Például, ha egyiküknek erősebb az időpreferenciája, vagy erősebben kockázatkerülő. Őt ugyanolyan halasztásért, ugyanolyan kockázatért nem kompenzálja az összeg, ami a másikat igen. Ha például későbbi fizetést kér, és ennek fejében kicsit többet ígér az adós, akkor ez a többlet egy gyengébb időpreferenciával bíró felet kompenzálja az idővesztéséért, míg az erősebb időpreferenciával rendelkező fél jobban szeretne gyorsabban a pénzéhez jutni – még akkor is, ha emiatt kevesebbet kap. Az adós előnyben részesítheti a kockázatsemlegesebb, gyengébb időpreferenciával rendelkező hitelezőket.

Csődgondnok. A csődgondnok több fontos szerepet is betölthet. A moratórium idején ellenőrizheti a menedzmentet (esetleg át is veheti annak funkcióit), illetve segítheti az egyezés előkészítését (vagy maga készítheti azt el). A törlesztési, vagyonfelosztási szakaszban ő lehet

az értékesítés megszervezője. E feladatai teljesítése során azonban nála is jelentkezik az ügynökprobléma, a morális kockázat: ő is hajlamos lehet lazulásra, vagy arra, hogy saját érdekeit kövesse.¹³⁶ Nyilvánvaló, hogy a csődgondnokot is megfelelően ösztönözni kell. Erre a különböző jogrendszerek különböző megoldásokkal próbálkoznak. Vannak amelyek

- a vállalatirányítási technikákhoz hasonló megoldásokra helyezik a hangsúlyt, és már a kinevezéskor, kiválasztáskor szerepet adnak a hitelezőknek (vagy egyéb érintetteknek), esetleg a visszahívás kezdeményezésére (is) adnak nekik jogot.
- a felelősségi rendszerre helyezik a hangsúlyt és a csődgondnokot egyes döntéseiért jogi (kártérítési) felelősséggel „fenyegetik”.

Persze bármelyik megoldásban is gondolkodunk ismét felmerülhet a kollektív cselekvés, a racionális tájékozatlanság és távolmaradás fent látott problémája. Ugyanúgy, ahogy a kisebbségvédelem esetén. Éppen ezért kaphat itt is nagy szerepet a bíróság: az ő kezébe kerül sok jogrendszerben a csődgondnok kiválasztása, szankcionálása, az ő jóváhagyása lehet szükséges a csődgondnok bizonyos lépéseihez.

12.5. CSŐDHELYZET

Láttuk eddig a csődjog hatásait, illetve azt, hogy annak egyes szabályozási kérdései mennyiben befolyásolják az ösztönzők erejét. Láthatjuk, hogy nincs „ingyen ebéd”: a csőd lehetősége ex ante és ex post morális kockázatot, adminisztrációs költségeket okoz. Éppen ezért kulcskérdés, hogy a rendszer volumenét mekkorára szabjuk, a potenciális csődeljárások számát milyen eszközökkel korlátozza a jogrendszer. Ennek megvannak a direkt eszköze, és befolyásolható ez indirekt ösztönzők segítségével is.

Direkt korlátok. A direkt korlátok lényege, hogy a jogrendszer valamiképp definiálja a túlzott eladósodás (a csődhelyzet) fogalmát, és csak akkor engedi a csődeljárás elindítását, ha ezen feltételek fennállnak. A legismertebb ilyen csődhelyzet-definíció a közgazdaságtani irodalomban az, hogy a vállalat vagyonának (eszközeinek) értéke elmarad a tartozásaitól. Ez azonban közel sem egyértelmű meghatározás. Láttuk a pénzügyi fejezetben, hogy a társaságok könyvei általában nem a pontos vagyonértéket tartalmazzák (Klein et al. [2010] 8.) – így adott pillanatban meglehetősen nehéz megmondani, hogy a vagyona értéke meghaladja-e a tartozásai nagyságát.

Külön problémát jelent azon vagyoni elemek értékelése, amelyek esetén a kockázat nagyon nagy szerepet játszik. Tegyük fel például, hogy van egy per alatt álló követelés vagy tartozás. Miképpen vegyük ezt számításba, amikor meghatározzuk a vagyon és a tartozások nagyságát: valamilyen várható értékkel számoljunk? Ha igen, akkor mekkora legyen a pernyerési esély?

Sok jogrendszer alkalmaz további – elsősorban a csődeljárás indítását, és így annak adminisztrációs költségeit korlátok között tartó – egyéb feltételt is. Ezek szerint nem minden

¹³⁶ A tipikus felfogás szerint a csődgondnok, vagyonfelügyelő a hitelezők érdekeit szem előtt tartva kell, hogy eljárjon – bár sok jogrendszerben ez a szabály nem ilyen tiszta és felbukkan a menedzsment esetén látott „többcélúság” problémája: a csődgondnoknak egyszerre kellene egymással ütköző érdekeket védeni, közöttük lavírozni. (Például a hitelezők mellett a munkavállalók, a továbbműködésben érdekelt beszállítók érdekeit is védeniük kellene – sőt, esetleg adósvédelmi funkciót is el kell látniuk.)

túlzottan eladósodott szervezet kérhet csődeljárást maga ellen, csak azok, amelyek esetén például (i) a tartozás nagysága, (ii) a hitelező száma, (iii) az adós vagyona, vagy (iv) az adós jövedelme meghatározott nagyságú. Ez a „meghatározott nagyság” jelenthet minimumot és a maximumot is.¹³⁷

Indirekt korlátok. Léteznek olyan rendszerek is, amelyek nem tartalmazzak semmiféle korlátot: bárki kérhet maga, vagy (bármilyen tartozás esetén) más ellen csődeljárást. Viszont ezek a jogrendszerek általában olyan szankciókat alkalmaznak, amely miatt ezt az eszközt csak „végszükség esetén” érdemes alkalmazni. E szankciók általában az adóst fenyegetik, az ő „csődindítási kedvét” igyekeznek elvenni. Például:

- időbeli korláthoz köthetik a csődindítást – adott időszak alatt nem kérhet kétszer csődöt,
- eltilthatják a csődöt kérő vállalatot bizonyos tevékenységtől (például közbeszerzéseken, pályázatokon nem indulhat),
- eltilthatják a csődöt kérő vállalat menedzsmentjét bizonyos tevékenységektől (például nem lehetnek más cégben vezető tisztségviselők)
- a csődről szóló információk közzététele révén ronthatják a vállalat, a menedzsment reputációját – ezzel gazdasági kilátásait.

Ezek közül csak az időbeli korlátra térek itt ki röviden. Ez látszólag semmiféle szankciót nem társít a csődindításhoz: szankció csak azzal lesz, *ha* újra csődöt akarna kezdeményezni az adós. Azonban ez a későbbi és potenciális szankció is visszafogja a csődök számát. Ugyanis az adós tudhatja, hogy alatt alakulhatnak úgy a körülmények, hogy erre szüksége lehet. Ezért a lehetőségnek komoly értéke lehet – a mostani indítás ettől a lehetőségtől fosztja meg.

Nem foglalkozom itt a hitelezők ösztönzőivel, azokkal (a meglehetősen ritkán alkalmazott) eszközökkel, amelyek őket riasztaná el a meggondolatlan csődindítástól. Ennek oka, hogy – mint eddig láttuk – maga a csődeljárás olyan mértékben rontja az egyes hitelezők megtérülési esélyét, hogy nem kell félni attól, hogy tömegesen indokolatlan csődöket kezdeményeznek. (Sőt, épp a csődindítás esélyétől félve egyeznek meg inkább azon kívül, azt megelőzően.) Amikor hitelező kezdeményez csődeljárást, akkor e mögött majd mindig valamiféle „zsarolást” sejthetünk: a csődöt kérő hitelező azt vélelmezi, hogy az adós valójában fizetőképés, csak rejtegeti a vagyonát, és várakozása szerint épp a csődeljárással járó – most elemzett – adóst terhelő hátrányok bírják majd rá az adóst kötelessége betartására.

12.6. ÖSSZEFOGLALÁS, TANULSÁGOK

A fejezetben felbukkant több régebbi fejezetekből ismerős téma. Például az, hogy figyelni kell az incidenciára (így hívtam a hetedik fejezetben), vagyis arra, hogy hiába tűnik úgy első látásra, hogy egy lépés valakit segít, könnyen lehet, hogy a terheket áthárítják és végül épp rájuk rakunk nagyobb terhet. Például hiába tűnik úgy, hogy a csődvédelem az adóst segíti, a hitelezők a szerződési kondíciókat szigorítani fogják – és ez végül már az adósok helyzetén (a csődvédelemmel együtt is) ronthat.

¹³⁷ Világbank [2013] 64.

A fejezet két fontos újdonsága fordított logika, illetve az empirikus elemzéseknél mindig figyelembe veendő szűrési hatás volt.

Előbbi arra hívja fel a figyelmet, hogy egy adott jogintézmény alkalmazási köre csak akkor válaszolható meg, ha előbb megértettük, hogy pontosan mi is annak a hatása. Nem más ez, mint az egész kötet egyik kezdő gondolatának visszatérése: amíg a pozitív kérdésekre nem adunk választ, addig a normatív kérdéstről sem tudunk megalapozott véleményt kialakítani.

A szűrési hatás elfeledése pedig gyakori hiba a joggal kapcsolatos empirikus, statisztikai elemzéseknél. Maga a jog léte megváltoztatja az emberek magatartását, és ha egyszerűen azt nézzük, hogy adott jogi környezetben hány esettel találkozunk, akkor ebből nem könnyen vonhatunk le következtetést a jog hatásairól – mindig figyelembe kell venni, hogy a hatások egy jó része nem jelenik meg a statisztikákban. Épp azért, mert az emberek kerülnek az olyan lépéseket, amelyek következményeit a jog kellemetlenebbé teszi.

IRODALOMJEGYZÉK

Barr, Nicholas [2009]: *A jóléti állam gazdaságtana*. Akadémiai kiadó, Budapest

Cooter, Robert – Thomas Ulen [2005]: *Jog és közgazdaságtan*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest

Csóke Andrea [2015]: *Nagykommentár a csődtörvényhez : nagykommentár a csőd eljárásról és a felszámolási eljárásról szóló 1991. évi XLIX. törvényhez*. Wolters Kluwer Complex, Budapest

Cullis, John – Philip Jones [2003]: *Közpénzügyek és közösségi döntések*. Aula, Budapest.

Davydenko, Sergei – Julian Franks: Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK. *Journal of Finance* 63 (2008) 565-608.

Juhász László [2014]: *A Magyar Fizetéképtelenségi Jog Kézikönyve* Budapest: Novotni Kiadó

Klein, William A. – John C. Coffee Jr – Frank Partnoy [2010]: *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*. 11th edition. Foundation Press, New York.

London Economics [2012]: *Study on means to protect consumers in financial difficulty: Personal bankruptcy, datio in solutum of mortgages, and restrictions on debt collection abusive practices*. London: London Economics

Posner, Richard A. – Andrew M. Rosenfield [1977]: Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis. 6 *Journal of Legal Studies* 83-118

Tajti Tibor [2015]: A csődstigma, a második esély mentalitás és a csődjog viszonyáról - amit az összehasonlító jog sugall. *MTA Law Working Paper* 2015/06.

Világbank [2013]: *Report on the Treatment of the Insolvency of Natural Persons*. Washington: World Bank.

White, Michelle J. [2017]: Economics of Bankruptcy. in: Francesco Parisi (szerk.): *The Oxford Handbook of Law and Economics Volume 2: Private and Commercial Law*. Oxford University Press. Oxford 447-480.

White, Michelle J. [2007]: Bankruptcy law. in: Polinsky, Michell – Steven Shavell (szerk.): *Handbook of Law and Economics. Vol 2.* Amsterdam-Oxford: Elsevier

FOGALMAK

Szerződésmódosítási szakasz	Csőd kötelező biztosítási hatása
Vagyonfelosztási szakasz	Csőd hatása hitelkínálatra
Csődmoratórium	Csődvagyon
Kényszeregyezség	Fedezetelvonás
Eljárási vs. tartalmi kógens szabályok	Csőd előtti tartozás kiegyenlítés problémája
Csődstigma	Abszolút prioritás
Kényszerhitelezők	Arányos elosztás
Szűrési hatás	Hatékony prioritási sorrend
Csődeljáráson kívüli megegyezési hajlam	Egyezség megtámadhatósága
Ex ante vs. ex ante hatékonyság	Egyezség bírósági jóváhagyása
Szegénységi csapda	Kisebbségvédelem: minimum-teszt
Kockázatvállalás a feltámadásért	Kisebbségvédelem: diszkrimináció teszt
Könyvek tisztulása	Csődgondnok
Vagyon felszabadítása	Túlzott eladósodottság
Produktív vs. redisztribúciós verseny	Direkt csődindítási korlátok
Káros verseny	Csődhelyzet közgazdaságtani definíciója
Csőd extern hatásai	Indirekt csődindítási korlátok
Továbbműködési cél	Időbeli korlát
Ex ante vs. ex post morális kockázat	