

## A nyilvános részvénytársaság a gazdaság erőforrás-alapú megközelítésében

KÁRPÁTI TIBOR

*A nyilvános részvénytársaság irányítási kérdéseivel foglalkozók körében szűk körű szemléletmód vált uralkodóvá. A részvénytársaságnál a részvényesi érték (shareholder value) maximalizálására kell törekedni, és ennek biztosítása érdekében legfontosabb feladat a menedzsment opportunistá megnyilvánulásainak korlátozása. Azonban már a múlt század első felében megjelentek olyan vállalatirányítási megközelítések, amelyek a hangsúlyt az alkalmazottak egyéni képességeinek minél nagyobb mértékű kihasználására helyezték, szerintük alapvetően ez határozza meg a részvénytársaság működésének hatékonyságát. A dolgozatban ez utóbbi szemléletmódot tükröző elméleti keret kerül kialakításra. Itt a részvényesek nem rendelkeznek speciális képességekkel, továbbá a részvénytársaságot társadalmi intézménynek tekintve nem tulajdonosai annak. Ennek ellenére ebből az elméleti keretből is vállalatirányítási célkitűzésként a részvényesi érték maximalizálása következik.*

Napjainkban számos tanulmány foglalkozik az egyik legelterjedtebb vállalati forma, a nyilvános részvénytársaság hatékony<sup>1</sup> működésének vizsgálatával. Az angolszász irodalomban erre a szakterületre gyűjtőfogalomként a „vállalati kormányzás” kifejezés vált használatossá. Azonban a vállalati kormányzással foglalkozó tanulmányok szemléletmódjai között jelentős eltérések vannak. A szerzők véleménye még nem egységes abban a tekintetben, hogy e címszó alatt pontosan mely problémák megfelelő kezeléssel kell foglalkozni. Erre már többen felhívták a figyelmet (Turnbull, 1997; Paterson, 2001; Learmount, 2002).

Az uralkodó megközelítés vizsgálati területe jól körülhatárolt. Bemutatására gyakran idézik Shleifer–Vishny [1997] megfogalmazását.

„A vállalati kormányzás azokkal a módszerekkel foglalkozik, amelyek segítségével a részvénytársaság finanszírozását biztosítók garantálják a befektetésük után járó hozam megszerzését. Hogyan veszik rá a finanszírozást biztosítók a menedzsereket, hogy a profit egy részét visszajuttassák nekik? Hogyan tudják biztosítani, hogy a menedzserek ne lopják el az általuk rendelkezésre bocsátott tőkét, vagy ne fektessék be rossz projektekbe? Hogyan kontrollálják a finanszírozást biztosítók a menedzsereket?” (Shleifer–Vishny, 1997, 737. o.)

<sup>1</sup> Egy szervezet akkor hatékonyabb a másikinál, ha ugyanazt az outputot kevesebb inputtal képes biztosítani vagy adott inputtal több outputot előállítani. Ennél átfogóbb megfogalmazás az, hogy a hatékonyabb vállalat a realizált bevételek és a felmerült költségek között nagyobb különbséget képes elérni természetesen a saját tőke költségét is figyelembe véve.

Kárpáti Tibor tanársegéd a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karán.

Ez a felfogás dominál a kutatók, a gyakorlati szakemberek, a politikusok és a nemzetközi pénzügyi intézményeket irányítók felfogásában is (*Learmount*, 2002).

Az előbb idézett definíció alkalmazásával viszont elfogadunk egy normatív megítélést is. A megfogalmazásból ugyanis egyértelműen kitűnik, hogy a részvénytársaság hatékony működésének biztosítása érdekében milyen jellegű problémákkal kell leginkább foglalkozni. Az egyik fő feladat a menedzsment tevékenységének olyan irányú kontrollja, ami képes korlátozni a részvénytársaság hatékonyságának romlását eredményező cselekedeteit. Továbbá azt is el kell érni, hogy a forrásbiztosítók kapják is meg a befektetéseik után járó díjazásukat. Míg itt csak burkoltan jelentkezik, addig *Rappaportnál* [1986] már egyértelműen arról van szó, hogy a részvénytársaság hatékonyságát a részvényeseknek jutó díjazás nagysága mutatja meg.

Az uralkodó szemléletmódot alapvetően a vállalatot szerződések nexusának tekintő elméletek<sup>2</sup> támasztják alá. Ezek a megközelítések a vállalati hatékonyság biztosítása érdekében a részvényesek érdekének kiemelt kezelését, azaz lényegében a részvényesi érték maximalizálást követelik meg. A részvényesi elsőbbségnek hatékonysági magyarázatai vannak, amelyek alapvetően két állításra épülnek: egyrészt a részvényesek a részvénytársaság tulajdonosai,<sup>3</sup> másrészt pedig egyedül ők rendelkeznek reziduális követeléssel<sup>4</sup> (residual claimant). A tulajdonosi pozíciójuk elfogadása esetén a részvényesek elsőbbsége nem igényel további magyarázatot. Az egyedüli reziduális követeléssel rendelkező pozíciójuk azt jelenti, hogy a többi vállalati szereplő a meglévő szerződése alapján egy rögzített összegű, a végzett tevékenység piaci árával egyenlő nagyságú díjazásra jogosult, míg a részvényesek a vállalat szerződéseiből származó követelések teljesítése után megmaradó nyereséget kapják. Ezért a vállalatot a részvényesek érdekével összhangban kell vezetni, ugyanis így érhető el befektetéseik megfelelő megtérülése, ami hiányában nem áll érdekében a részvénytársaság további fennmaradásának biztosítása.

Már a múlt század első harmadában megjelentek olyan megközelítések, amelyek a részvénytársaságok hatékonyabb működésének elősegítésével foglalkoztak. Ezek szemléletmódja azonban nem illeszkedik a ma uralkodó vállalatirányítási paradigmába. A jelen tanulmány célja annak bemutatása, hogy a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság vizsgálatára kialakítható egy olyan elméleti keret, amelyben ezeknek a megközelítéseknek a szemléletmódja jelenik meg. Ennek kimunkálásánál elsősorban a közgazdaságtannak nem a fő áramvonalához tartozó elméletekre építünk. Hangsúlyos szerepet kapnak a különböző megközelítések összekapcsolási lehetőségei.

### Feledésbe merült korai nagy gondolatok

Számos vállalatirányítással foglalkozó tanulmány indul ki a *Berle–Means* [1932] szerzőpáros közös munkájából. Az első olyan alkotásnak tekintik, amelynek tárgya a nyilvános részvénytársaság kontrollját végzők (menedzsment), valamint a tulajdonosai elkülönülése. Más szerzők az érdekhordozói megközelítéssel (stakeholder theory) bizonyos mértékben összhangot mutató záró gondolatra hívják fel a figyelmet. Magam is ebből a munkából indulok ki, egy napjainkban már feledésbe merült, de igen érdekes gondolatmenet felidézésével.

<sup>2</sup> Ide tartozik többek között: *Alchian–Demsetz* (1972); *Jensen–Meckling* (1976); *Fama* (1980); *Fama–Jensen* (1983a és 1983b).

<sup>3</sup> Lásd: *Jensen–Meckling* [1976]. Egyik cikkében *Friedman* [1970] is erre az álláspontra helyezkedett, de ő nem tartozik az itt vizsgált vállalatelméleti iskolához.

<sup>4</sup> Lásd: *Alchian–Demsetz* [1972]; *Jensen–Meckling* [1976]; *Fama* [1980]; *Fama–Jensen* [1983a és 1983b].

A *Berle–Means* [1932, 293–308 o.] szerzőpáros szerint a jog és a közgazdaságtan eltérő következtetéseket fogalmaz meg a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaságok irányításával kapcsolatban. A tulajdon tradicionális logikájából az következik, hogy a részvénytársaságot a részvényesek mint tulajdonosok érdekeinek megfelelően kell vezetni, tehát az összes profit őket illeti meg.

A profit tradicionális logikája alapján viszont ezzel ellentétes következtetésre jutunk. A neoklasszikus gondolkodás szerint a gazdaság hatékony működését az önérdekű egyének viselkedése biztosítja, akik a tevékenységükből származó profit maximalizálására törekednek. A profit számukra megfelelő ösztönző két funkció párhuzamos végzéséért: a menedzsmenttevékenységért és a kockázatvállalásért. A szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaságnál azonban ez a két funkció elválik egymástól, a menedzserek végzik a vállalat tevékenységeinek irányítását és kontrollját, a részvényesek pedig viselik az ezzel járó kockázatot. Tehát ennél a vállalati formánál a profitot két különböző érdekcsoport között kell megosztani. A profit logikáját továbbgondolva a részvényeseknek nem érdemes annál több profitot adni, mint amennyi a vállalati részvételük biztosításához szükséges, ugyanis a további díjazás nem segíti elő a hatékonyabb vállalati működést, azaz az eredményesebb profitmaximalizálást. Ebből következően a többletprofittal a másik funkciót, a vállalati menedzsment- és kontrolltevékenységet kell díjazni, mert itt megfelelő ösztönzéssel a vállalat működésének hatékonyságát még lehetséges növelni.

*Dennison* már a 20-as években lényegében ugyanerre a következtetésre jutott (*Dennison*, 1926).<sup>5</sup> Ha a vállalati alkalmazottak azt látják, hogy az egyre eredményesebb tevékenységük következtében csak a részvényesek jövedelme növekszik, akkor ez nem fogja arra ösztönözni őket, hogy folyamatosan, legjobb képességüknek megfelelően növeljék a részvénytársaság teljesítményét, jövedelmezőségét. Felhívta a figyelmet arra, hogy a munkavállalók létminimumához szükséges bér levonása után megmaradó profit elosztása meghatározza a vállalat további teljesítményét. Ezért ő egy sajátos megoldást javasolt és alkalmazott is a gyakorlatban. A forrásbiztosítók fix osztalékot garantáló elsőbbségi részvényt kaptak, a törzsrészvények pedig a menedzserek és a munkavállalók birtokába kerültek. Így az elsőbbségi részvényeseket megillető profit kifizetése után a megmaradó nyereség a törzsrészvényeket birtokló alkalmazottakhoz került osztalék vagy újonnan kibocsátott törzsrészvény formájában (*Duncan–Gullett*, 1974).<sup>6</sup>

Ezek a szemléletmódok nem igazán illeszkednek a jelenleg uralkodó vállalatiirányítási gondolkodásba. Míg az itt bemutatott gondolatok már több mint fél évszázada megjelentek, addig a vállalati kormányzás kifejezés (corporate governance) az elmúlt három évtized szülőtte (*Zingales*, 1998). Ezért a továbbiakban egy olyan elméleti keret (theoretical platform) kialakítására vállalkozom, amely ezeket a hatékonysági gondolatokat foglalja magába.

### Alternatív hatékonysági nézőpont kialakítása

A két idézett megközelítés beillesztése érdekében a hatékonyságnak egy másik aspektusát állítom középpontba. Mind a *Berle–Means* [1932] szerzőpáros, mind pedig *Dennison* [1926] a legfontosabb feladatnak az alkalmazottak olyan jellegű viselkedésének előmozdítását tekintette, ami a részvénytársaság hatékonyabb működését eredményezi. Ez pedig ellentétes *Shleifer–Vishny* [1997] korábban már bemutatott szemléletmódjával. Ott a menedzserek megfelelő ellenőrzése került középpontba, hogy ne

<sup>5</sup> Hivatkozik rá: *Duncan et al.* [1988].

<sup>6</sup> Hivatkozik rá: *Duncan et al.* [1988].

végezzenek olyan tevékenységeket, amelyek a részvénytársaság működésének hatékonyságát vagy a hitelezők befektetéseinek megtérülését csökkentenék.

A vállalatot szerződések nexusának tekintő vállalatelméletek lényegében a gazdasági szereplők opportunizmusra való hajlamát tekintik a legsúlyosabb problémának, amelynek megfelelő kezelése hiányában nem biztosítható a vállalat hatékony működése. A hagyományos neoklasszikus elmélet az egyénekről csak önérdékkövetést tételezett fel, tehát ez az egyik legfontosabb feltétel, amely itt módosításra került. Azonban ennél az irányzatnál gyakran alkalmazott megbízó–ügynök viszony értelmezése esetén a részvénytársaságnak csak a hagyományos kapitalista vállalattal szembeni hátránya látható, ugyanis a menedzsment és a részvényesek között mindig keletkezik ügynökköltség (agency cost). Bár *Fama–Jensen* [1983a és 1983b] két közös cikke ennek a vállalati formának a vizsgálatánál kihangsúlyozta a korlátlan kockázatmegosztásból (unrestricted common stock) és a specializációból származó előnyöket, de ez utóbbinak az elemzése terén nem ment eléggé messze.<sup>7</sup> *Jensen* [1989] a nyilvános részvénytársaság működésével járó hatalmas ügynökköltség miatt már a 80-as évek végén arra a következtetésre jutott, hogy ez a vállalati forma bizonyos szektorokban hanyatlásnak indult.

Ez megközelítésmód nem igazán előnyös annak a kérdésnek a vizsgálatára, hogy a nyilvános részvénytársaság miért volt képes fennmaradni a hagyományos kapitalista vállalat<sup>8</sup> (classical capitalist firm) mellett. Ráadásul az opportunizmus feltevését és központi szerepét több irányból is bírálták.<sup>9</sup> A továbbiakban az egyénekről nem opportunizmust, hanem csupán önérdékkövetést<sup>10</sup> tételezünk fel.

Ha a vállalatot szerződések nexusának tekintő elméletek mellett szélesebb körben vizsgálódunk, akkor egy igen érdekes felismerés fogalmazható meg. A szervezeti gazdaságtanban (economics of organization) implicit kettősség alakult ki abban az értelemben, hogy a vállalatnak két aspektusa létezik, a termelési és a csere aspektus (*Langlois–Foss*, 1999). A termelési aspektusról feltételezték, hogy a vállalatok számára szükséges optimális termelési tudás gond nélkül megszerezhető, nem jellemző rá az információs aszimmetria, nem tökéletlenek az információk. Ebben a tekintetben megtartották a neoklasszikus szemléletmódot. Ezzel ellentétben a csere aspektusából nézve az információs aszimmetria, vagy másképpen a tökéletlen tudás szerves része az elméleteknek. A tudás tökéletlenségének az a vetülete került a középpontba, hogy a vállalati szereplők ezt a hatékonyságot csökkentő járadékvadászatra (rent-seeking) használják fel (opportunizmus), ezzel növelve a tranzakciós költségeket. Ide sorolható az előbb említett megbízó–ügynök viszony is.

Fel sem merült az a lehetőség, hogy egy adott vállalat számára rendelkezésre álló termelési tudás nem teljes, mivel itt is érvényesül az információs aszimmetria. Ha ezt elfogadjuk, akkor a vállalatok kialakulásának az oka az is lehet, hogy minél nagyobb működési hatékonyságot biztosító információkat és tudást lehessen a gazdaságban felhalmozni.

<sup>7</sup> Elfogadták azt, hogy egyes tevékenységek esetén a kívánatos szervezet komplex, mert a döntésekhez szükséges speciális információ nagyobb hatékonysági veszteség nélkül viszonylag kevés számú egyénnél nem koncentrálható. A speciális információ olyan részletes információ, amelynek átadása igen költséges. Ennél mélyebben nem foglalkoztak a specializáció folyamatával.

<sup>8</sup> Ez a kifejezés az *Alchian–Demsetz* [1972] szerzőpárostól származik. A klasszikus kapitalista vállalatnál az irányítási és a kontrolltevékenységeket a reziduális követeléssel rendelkezők végzik.

<sup>9</sup> Az opportunizmus mint magatartási feltételezés a humán lény túlzottan egyoldalú és erősen negatív szemlélete. Figyelmen kívül marad az egyén pozitív oldala. Erre a gondnoki elmélet (stewardship theory) világít rá, ami a megbízó–ügynök megközelítés ellentettje (*Donaldson–Davis*, 1994; *Turnbull*, 1997; *Letza–Sun*, 2002). Már létezik korlátozott empirikus támogatottsága is (*Learnmount*, 2002). *Turnbull* szerint az emberek egyszerre opportunisztikus önérdékkövetőként és önzetlen gondnokként is viselkednek (*Turnbull*, 1997). *Jones* [1995] azt hangsúlyozza, hogy megfelelő vállalati etika segítségével az opportunisztikus megnyilvánulások száma jelentősen csökkenthető.

<sup>10</sup> Ennek tartalmáról *Williamson* [1985] jó áttekintést ad.

Egy ilyen jellegű szemléletmód nyoma azonban már több vállalatelméletben is megjelent. A vállalatot szerződések nexusának tekintő irányzat egyik alapműve egy igen érdekes gondolattal zárul (*Alchian–Demsetz*, 1972). A vállalat irányítását végző munkájából adódóan más piaci szereplőnél sokkal jobban látja, hogyan lehet a felhasznált inputokat hatékonyan összekapcsolni. Ez már a hatékonyságnak egy másik aspektusára hívja fel a figyelmet, ugyanis a vállalatok azért is különbözhetnek egymástól, mert eltérő hatékonysággal képesek erőforrásaikat kombinálni. *Demsetz* az egy évvel később megjelent cikkét már erre a gondolatra építette<sup>11</sup> (*Demsetz*, 1973). Továbbá több megközelítés<sup>12</sup> is épít arra a vállalati jellemzőre, hogy egyes szereplők vállalatspecifikus befektetéseket végeznek. A vállalatspecifikus befektetésnek az a jellemzője, hogy értéke csak az adott vállalatban belül van, tehát máshol nem igazán hasznosítható. Ez szerződéssel automatikusan nem beszerezhető, de színvonala alapvetően meghatározza a vállalat hatékonyságát. Itt a vállalatok egymástól eltérő teljesítményének egy további lehetséges forrásával állunk szemben. Az előbbi két gondolat felhasználásával a vállalatok működésével, hatékonyságával kapcsolatban egy új nézőpont alakítható ki.

A továbbiakban figyelembe veszem az egyes vállalatok eltérő hatékonyságú termelési tudásának lehetőségét. A gazdaság egyensúlytalanságából és a piacokon uralkodó bizonytalanságból indulunk ki, és ezeknek az alkalmazottak humán tőkéjére gyakorolt hatására koncentrálnak. Ez két vetületben fog jelentkezni. Egyrészt az adott gazdasági tevékenységgel kapcsolatos összes tudás nem áll a piaci szereplők rendelkezésére, de ők folyamatosan egyre nagyobb hatékonyságot biztosító információkat halmoznak fel (*Kirzner*, 1973). Másrészt az erősen specializált komplex tevékenységeknél a termelési tudás egy része immobilis, azaz a versenytársak nem képesek azt rövid távon megszerezni (*Foss–Knudsen*, 2003). Az immobilitás abból fakad, hogy a tudás egyrészt sok szereplő között oszlik meg, másrészt pedig nem olyan könnyen átadható (tacit jellegű). Ennek létrejötté a vállalatspecifikus befektetéseket végző alkalmazottak szoros kooperációjához kötődik.

Ebből már következik, hogy a hatékonyság legfontosabb aspektusának az egyéni képességek minél jobb kihasználását tekintem. Központi szerepet kapnak a kritikus képességekkel rendelkező vállalati alkalmazottak.

### A gazdaság erőforrás-alapú megközelítése

A neoklasszikus paradigma nem jó kiindulási alap arra, hogy az egymástól eltérő képességekkel rendelkező piaci szereplőket adottságaik maximális kihasználására ösztönözze. Itt ugyanis a vállalat működését irányítók az adott termelési függvény és a releváns piaci árak ismeretében csak mechanikusan optimalizálnak, nincsen központi szerepe az egyének eltérő képességeinek.

Egy adott gazdaságot két irányból lehet vizsgálni (*Mathews*, 2002). Az egyik aspektusból a vállalatok javakat és szolgáltatásokat állítanak elő és értékesítenek. A másik szemszögből nézve a vállalatok erőforrásokat kombinálnak és cserélnek. Az erőforrás alatt minden olyan anyagi és immateriális jószágot kell érteni, amelynek szolgáltatásai produktíven felhasználhatóak (*Moran–Ghoshal*, 1999).

<sup>11</sup> Arra az álláspontra helyezkedett, hogy a belépési korlátok nélküli, atomizált szereplőkből álló verseny is eredményezhet tartós teljesítménykülönbségeket egy olyan világban, ahol bizonytalanság áll fenn, komplex tevékenységekről van szó, valamint az információk és egyes erőforrások mobilitásának biztosítása költséges.

<sup>12</sup> Ez jelen van többek között *Williamson* [1985], *Grossman–Hart* [1986] és *Hart–Moore* [1990] elméletében is.

A gazdaságot a továbbiakban az erőforrások oldaláról vizsgáljuk, ahol az a legfontosabb gazdasági probléma, hogyan lehet a rendelkezésre álló erőforrásokat minél hatékonyabban felhasználni. Ez az egész gazdaság szintjén a legfontosabb megválaszolandó kérdés.

Az erőforrás-alapú gazdaságba jól beilleszthető *Kirzner* piacszemlélete (*Kirzner*, 1973 és 1997). Ő a piacot olyan folyamatnak tekinti, amely a piaci szereplők tevékenysége következtében az egyensúlytalanságából az egyensúly felé halad, de azt teljesen soha nem éri el. A piaci szereplők észreveszik és kihasználják a meglévő piaci hibákból származó profitlehetőségeket, és ezzel a tevékenységükkel mozdítják a piacot az egyensúly irányába. A hibák pedig abból fakadnak, hogy a gazdasági tevékenység leghatékonyabb végzéséhez szükséges összes információ, tudás nem áll a rendelkezésükre. Az erőforrások nyelvére lefordítva: a piaci szereplők a gazdaságot azzal mozdítják az egyensúly felé, hogy újabb információk alapján olyan erőforrás-kombinációkat hoznak létre, amelyek számukra tiszta profit (pure profit) kitermelését teszik lehetővé.

Ehhez viszont szükség van egy új gazdasági funkcióra: a vállalkozói tevékenységre, ami biztosítja az új ismeretek megszerzését és felhasználását. A piaci egyensúlyt feltételező neoklasszikus és a vállalatot szerződések nexusának tekintő elméletekben nincs helye a vállalkozó karakterének, ugyanis a piac folyamatos egyensúlyát feltételezve nincsen ilyen típusú profitlehetőség (*Kirzner*, 1997). Itt viszont minden piaci szereplő (eltérő sikerességű) vállalkozó, mert döntéseiket olyan környezetben kell meghozniuk, ahol bizonytalanság uralkodik. Tehát ebben a piaci szemléletben már kulcsszerepet kap az egyének képességeinek különbözősége, ami a piaci szereplők eltérő vállalkozói adottságában testesül meg. A továbbiakban a szerző szóhasználatától annyiban tértek el, hogy vállalkozóként csak azokat a piaci szereplőket azonosítom, akik átlag feletti vállalkozói képességekkel rendelkeznek.

*Kirzner* elmélete nem teljes abban a tekintetben, hogy – az egyéni képességek minél jobb kihasználása érdekében – miért van szükség vállalatra. Ez két dimenzióban fog jelentkezni. A vállalatok mind az allokatív, mind pedig az adaptív hatékonyság olyan szintjét képesek biztosítani, amelyre nélkülük a piac nem lenne képes (*Moran–Ghoshal*, 1999). Az allokatív hatékonyság a meglévő ismeretek minél jobb kihasználására összpontosít. Az adaptív hatékonyság ezzel szemben új, eddig ismeretlen, de az eddigiekhez képest nagyobb hatékonyságot biztosító tudás felfedezéséből és kihasználásából fakad.

A vállalatok azzal növelik a gazdaság allokatív hatékonyságát, hogy az alkalmazottaik tevékenységeinek felhasználásával olyan erőforrás-kombinációkat hoznak létre, amelyek a piacon nem jöhetnek létre. Az alkalmazottak által végzett tevékenységek egy része nem történne meg a vállalatok nélküli gazdaságban, mert a végrehajtásukra képes piaci szereplők önérdelke szempontjából nem lennének előnyösek (*Moran–Ghoshal*, 1999).

A munkavállalók ugyanis speciális viszonyt alakítanak ki a vállalattal. A megkötött munkaszerződés lehetőséget teremt a munkavállaló irányítására és tevékenységének meghatározására. Így a munkavállalók olyan tevékenységeket is elvégeznek, amelyek a vállalatnak és a vele csereviszonyban álló másik félnek (például a vevőnek) is előnyösek, de nekik közvetlenül nem. A vállalattal szemben kialakított munkavállalói viszonyukból fakadó rendszeres, biztos díjazásért cserébe végzik el ezeket a tevékenységeket.

A vállalatoknak ez az allokatív hatékonyságot növelő funkciója szorosan kapcsolódik a specializációhoz és a vállalatspecifikus befektetésekhez. A gazdaságban megvalósult munkamegosztás egy része a vállalatok keretei között történik. Itt viszont az egyéneknek olyan specializált tevékenységet kell végezniük, amelyet a vállalatok hiányában önálló piaci szereplőként nem végeznének, mert önérdelkükkel nem esne egybe. Ez azért van, mert a piacon nem ismerik fel a tevékenység hatékonyságnövelő szerepét, vagy ha felismerik is, akkor sem találják annak végrehajtását kedvezőnek. Nem hisznek abban,

hogy a tevékenységet egyedül vagy más piaci szereplő bevonásával úgy meg tudják valósítani, hogy a vállalt bizonytalanság mellett azok megfelelően megtérüljenek. Ettől még kevésbé elképzelhető a vállalatspecifikus befektetések piacról történő beszerzése.<sup>13</sup>

Az egyes önrékkövető piaci szereplők viszont vállalati keretek között szabad akaratukból végzik ezeket a tevékenységeket. Az ezért járó díjazás és az őket érő bizonytalanság<sup>14</sup> kombinációja számukra kedvezőbb, mintha képességeiket a piacon értékesítenék.

A vállalatspecifikus befektetésekkel rendelkező vállalati alkalmazottak a használdozati költségüknél nagyobb jövedelmet szerezhetnek, mivel tevékenységüknek nincsen piaca, ahonnan ők automatikusan pótolhatóak lehetnének. *Hart–Moore* [1990] is felhívta a figyelmet arra, hogy a vállalati alkalmazottak csak akkor végzik el ezeket a befektetéseket, ha megtérülésüket biztosítottak látják. Ha a vállalat több profitot képes kitermelni, mint a vállalati szereplők használdozati költsége, akkor ebből a többletből a vállalatspecifikus befektetéssel rendelkezőket is részesíteni kell. Ennek hiányában nincsen, ami ösztönözzé őket a speciális képességeik megfelelő színvonalának fenntartására, ami közvetlenül kihat a vállalat működésének hatékonyságára. Ezért a továbbiakban a vállalatspecifikus befektetést végzőket is reziduális követeléssel rendelkezőként fogom tekinteni, ami egybevág *Blair–Stout* [1999] és *Rajan–Zingales* [1998] szemléletmódjával is. Tehát az ő reziduális pozíciójuk viszonylag könnyen alátámasztható.

A vállalatok az adaptív hatékonyság biztosításában is fontos szerepet töltenek be. A gazdasági fejlődés alapvető és nélkülözhetetlen formája olyan erőforrás-kombináció létrehozása, amellyel mások még nem rendelkeznek. Ennek létrejöttét az adott piaci intézményi struktúra nem támogatja (*Moran–Ghoshal*, 1999). Ez nem történik rendszeresen, előre megjósolhatóan. A megvalósításához vállalkozói képességre is szükség van. A vállalkozói funkció gyakorlása a vállalat nélküli piacon is megtörténik,<sup>15</sup> azonban ez önmagában kevés. Megfelelő intézményi támogatás is szükséges, hogy ez a tevékenység minél jobb hatásfokkal működjön. Itt lépnek be a vállalatok, amelyek lehetővé teszik a vállalkozói képesség hatékonyabb kivitelezését azzal a képességükkel, hogy nem követelik meg minden csere önálló életképességét (munkavállalói viszony).

Másképp fogalmazva: a vállalkozók a specializáció eredményeképpen olyan erőforrás-kombinációkkal rendelkeznek a vállalatnál, amely a piacon nem elérhető. A vállalatoknak ez a funkciója viszont egyáltalán nem jelenik meg a szerződéses megközelítéseknél.

Látható, hogy a vállalat adaptív fejlődéséhez vállalkozói tevékenységre is szükség van, mivel önmagukban azt a vállalatspecifikus befektetések még nem biztosítják. A kettejük együttműködése viszont megfelelő alapot teremt a vállalat sikeres működéséhez. Tehát a vállalatspecifikus befektetést végzők reziduális követeléssel rendelkezőként való azonosítása mellett ismét középpontba került a vállalkozói funkció kritikus szerepe.

Az itt felvázolt elméleti keretbe jól illeszkednek az erőforrás-alapú vállalatelméleti megközelítések, amelyek kialakulása az 1980-as évekre tehető.<sup>16</sup> Arra hívják fel a figyelmet, hogy még az azonos vagy hasonló tevékenységet végző vállalatok sem egyfor-

<sup>13</sup> A vállalatspecifikus befektetés elvégzése ellen hat a megfelelő alternatív felhasználás hiánya és a befektetés sikeressége körül lévő nagy bizonytalanság. Ráadásul ez számos önálló és önrékkövető piaci szereplő tartós és igen szoros kooperációját követelné meg, ami a vállalatok nélküli piacon nem igazán lenne kivitelezhető. Továbbá nincsen viszonylag biztos, rendszeres díjazás, ami a bizonytalanságot csökkenthetné.

<sup>14</sup> A vállalati alkalmazottak esetén a végzett tevékenységgel járó bizonytalanság jó részét a vállalat viseli.

<sup>15</sup> *Kirzner* [1997] sem köti ezt a funkciót kizárólag a vállalathoz.

<sup>16</sup> Korát megelőzve *Penrose* [1959] szemléletmódjára volt jellemző az erőforrás-alapú megközelítés. A 80-as években alakult ki ez a gondolati iskola *Lippman–Rumelt* [1982] és *Wernerfelt* [1984] munkája nyomán. *Foss* (1997) szerint a megközelítések két csoportba sorolhatók. Az egyik ág a tanulással, innovációval és vállalkozói tevékenységgel foglalkozik nem formalizált módon, a másik ág pedig az egyensúlyi közgazdaságtanra épít, és nem foglalkozik az előbbi dinamikus kérdésekkel. A továbbiakban az erőforrás-alapú vállalatelméletek dinamikus ágának szemléletében haladunk tovább.

mák, tartósan eltérő erőforrás-kombinációkkal rendelkeznek, ami hatékonyságukban és így jövedelmezőségükben is megmutatkozik. Ebből következik, hogy egyes jobban teljesítő vállalat képes gazdasági járadékot<sup>17</sup> realizálni, míg a vetélytársai – hiába próbálják őt utánozni – képtelenek erre. A vállalat célja olyan erőforrás-kombinációk létrehozása, amelyek biztosítják kompetitív előnyét. Azaz a vállalatok sikeressége az általuk birtokolt erőforrás-kombinációk színvonalától függ. A (kirzneri) piaci verseny pedig kikényszeríti az erőforrás-kombinációk folyamatos változtatását.

A vállalati kooperációból eredő tanulás és specializáció eredményeképpen vállalati képességek (capabilities) alakulnak ki (*Teece–Pisano–Shuen*, 2000). Megközelítésében ez a képesség az adott vállalat által kizárólagosan birtokolt sajátos erőforrás-kombináció lényegi része. Ez a vállalatspecifikus befektetést végzett alkalmazottak humán tőkéjét foglalja magába, ami biztosítja a vállalat fizikai eszközeinek megfelelő hatékonyságú felhasználását. A vállalati képességek által biztosított hatékonyságkülönbségek idézik elő az egyes vállalatok kompetitív előnyét.

A vállalati képességek nem szerezhetők meg a piacon (*Teece*, 2003). A vállalatnak hosszú távú versenyképessége megőrzése érdekében a rendelkezésre álló technológiáját, valamint az alkalmazottai tudását a versenytársakhoz képest hatékonyabban szükséges vállalati képességekbe tömöríteni, illetve új alapvető képességeket (core competencies) létrehozni (*Prahalad–Hamel*, 1990). Ezek teszik lehetővé a változásokhoz történő gyors alkalmazkodást. A képességeket biztosító vállalati alkalmazottakra pedig kiemelt figyelmet kell fordítani.

A vállalati képességek megújítása speciális képességet követel meg. *Teece et al.* [2000] ezt a vállalat dinamikus képességeként azonosítják, amit olyan nem utánozható kapacitásként definiálnak, amellyel a vállalat képes a meglévő eszközállományát és képességeit folyamatosan úgy átalakítani, hogy azok a változó piacokkal és technológiákkal összhangban legyenek (*Teece–Pisano–Shuen*, 2000). A dinamikus képességek közül a tanulási rutin a legfontosabb, ez biztosítja az új, hatékonyságot növelő információk felhalmozását.

A rutinek értelmezése az evolúciós közgazdaságtan hatását tükrözi. Ott a folyamatok, azaz a rutinek állnak a vizsgálat fókuszában, és nem fordítanak figyelmet az egyénre, a vállalati szereplőkre. Viszont *Cohendet et al.* [2000] felhívta arra a figyelmet, hogy az evolúciós közgazdaságtanban is szükséges lenne az egyén, a vállalkozó értelmezése. *Teece* a 2003-ban megjelent munkájában a dinamikus képességek újabb formáit emelte ki, amelyek között a vállalkozói funkció is megjelent (*Teece*, 2003). Rávilágított arra, hogy a változások, azaz tanulási rutinon kívül még szükség van olyan vállalkozókra is, akik észreveszik a piaci és technológiai lehetőségeket, és olyan tulajdonságokkal is rendelkeznek, mint a kreativitás vagy a leadership, amelyek segítségével meg is tudják valósítani elképzeléseiket.

A vállalkozói funkció bevezetése igen fontos, ugyanis ha *Teece* [2003] legutóbbi munkájától eltekintünk, akkor a megközelítés több szempontból is hiányosságokat mutat. *Lazonick* [2002] hét ilyen területet is kiemelt. Nem tudjuk, hogy ki végzi a stratégiai kontrolltevékenységet, azaz kinek a feladata a szervezeti tanulás irányítása. Pedig valakinek meg kell határozni, hogy a vállalat evolúciós ösvénye mentén pontosan milyen irányba haladjon tovább, hogyan fejlessze alapvető képességeit. Nincsen szó arról sem, hogyan kell szétosztani a megtermelt jövedelmet, hogy a vállalat finanszírozása biztosított legyen.

<sup>17</sup> A gazdasági járadék (quasi rent) alatt azt a többletdíjazást értem, ami már nem szükséges az adott erőforrásnak a jelenlegi felhasználási helyén tartásához. Tehát a vállalat akkor realizál gazdasági járadékot, ha az elért hozam nagyobb, mint ami a felhasznált erőforrások biztosítóinak együtt tartásához minimálisan elegendő lenne.



## A vállalkozó és a részvénytársaság

Az eddigiek alapján a következő kulcsfontosságú összefüggésre lehet felfigyelni. Az eltérő egyéni képességek kihasználását középpontba állító piacszemlélet megköveteli a (kirzneri) vállalkozói tevékenységet. Sőt, a piac mellett a vállalatok is igényelnek vállalkozói tevékenységet, hogy a gazdaság adaptív hatékonyságát fokozhassák. A *Moran–Ghoshal* [1999] szerzőpáros ezzel kapcsolatban *Kirzner* és *Schumpeter* nevét említette. A dinamikus képességek megközelítésnél megjelent annak felismerése, hogy a részvénytársaságoknak a versenytársaikhoz (más részvénytársaságokhoz) viszonyított hatékonyabb működés elérése érdekében vállalkozói tevékenységek végzésére is szükségük van. *Teece* a részvénytársaságok között fennálló versenyt „schumpeteri” változásokkal jellemezte (*Teece et al.*, 2000). Ezeket pedig *Schumpeter* [1934] értelmezésében a vállalkozói tevékenység váltja ki. A vállalkozói tevékenység jelentőségét tovább növeli, hogy *Roberts* [2000] is kísérletet tett az erőforrás-alapú megközelítés és a kirzneri vállalkozó összekapcsolására. *Mathews* [2002] pedig az erőforrás-alapú megközelítést a schumpeteri szemléletű vállalkozói tevékenységgel kapcsolta össze.

A továbbiakban a vállalkozói funkció vizsgálatával foglalkozom *Kirzner* és *Schumpeter* szemléletmódjára építve.<sup>18</sup> Ennek alapjai már *Alchian–Demsetz* szerzőpáros [1972] és *Demsetz* [1973] munkájában megjelentek, amire már korábban felhívtam a figyelmet.

A kirzneri vállalkozó legfontosabb sajátossága az éberség, amelynek segítségével képes a profitlehetőségeket észrevenni és megragadni. Szerepe természetesen egybevág az előző fejezetben bemutatott piaci szemlélettel. *Schumpeter* [1934] megközelítése értelmében a gazdaság az egyensúlyt jól megközelíti. Fejlődés itt akkor történik, ha spontán, autonóm módon dramatikus változás következik be. Ez a vállalkozók által létrehozott innovációknak<sup>19</sup> köszönhető, akik képesek szakítani a meglévő rutinokkal.

Már ennyiből is nyilvánvaló, hogy különbségek vannak *Kirzner* és *Schumpeter* vállalkozói felfogása között, ezért a következő álláspontra helyezkedem. A kirzneri vállalkozó több tevékenységet végez, mint a schumpeteri. *Schumpeter* ugyanis nem tekinti vállalkozói tevékenységnek a gazdasági paraméterek (például ízlések) változásához történő folyamatos alkalmazkodást, csak az innovációt. Tehát ebben a dimenzióban a kirzneri vállalkozó szerepköre lesz a meghatározó. Másrészt az ellentétek egy része felfogásbeli eltérés, amit nem érdemes kiemelni.<sup>20</sup> Azt feltételezem, hogy a piacon egyensúlytalanság van, ha létezik profitlehetőség, de azt is, hogy egyes vállalkozói tevékenységek (schumpeteri innovációk) további egyensúlytalanságot okoznak.

Harmadrészt fontos észrevenni, hogy mindkét megközelítés a maga módján hiányos. A schumpeteri megközelítés semmit nem mond a vállalkozóval kapcsolatban arról, hogyan viszi a gazdaságot egyensúlyba. A kirzneri megközelítés pedig túl szűkkörűen nyilatkozik arról, hogy mely tényezők okozzák az egyensúlytalanságot. Ennek kiváltásában a vállalkozói tevékenység nem játszik szerepet. Azonban a két vállalkozói funkció összekapcsolható, és ciklusként értelmezhető, amire már *Herbert–Link* [1982] is felhívta

<sup>18</sup> Habár a vállalkozó szó a szerződéses vállalatelméletekben is felbukkan, annak tartalmát jól példázza *Fama* [1980] megközelítése. Nála a vállalkozó két tevékenységet végez: a menedzserit és a pénztöke kockáztatását. A jelen tanulmány szemléletmódja alapján a vállalkozóktól elvárt gazdasági funkcióból ezektől eltérő tevékenységek fognak következni.

<sup>19</sup> *Schumpeter* az innováció alatt új termék, jobb minőségű termék, új piac, új gyártási módszer létrehozását, új nyersanyag vagy félkész termék beszerzésének biztosítását vagy az iparág szervezeti átalakítását értette.

<sup>20</sup> Míg *Schumpeter* az innovatív profitlehetőség létezését a gazdaság egyensúlyi állapota mellett tételezte fel, addig *Kirzner* szerint a gazdaság egyensúlytalanságban van, ha létezik bármilyen profitlehetőség.

a figyelmet. A schumpeteri vállalkozó kreatív rombolásának eredményeképpen nagyobb egyensúlytalanságot hoz létre a piacon, amelyet a kirzneri vállalkozók profitszerzésre használnak fel, és ezáltal a gazdaságot fokozatosan az egyensúly felé mozgatják. A továbbiakban egymás kiegészítésének tekintem a két megközelítést, amelyek együttesen képezik az itt alkalmazott vállalkozói funkciót.

Mielőtt részletesen kitérnék az előbb bemutatott vállalkozói funkció és a vállalat összekapcsolására, érdemes egy bekezdés erejéig rövid áttekintést adni az ezzel kapcsolatban megjelent menedzsmentpublikációkról. Ezen a területen ugyanis az utóbbi két évtizedben jelentősen gazdagodott a szakirodalom. Számos szerző szorosan összekapcsolja a vállalkozói funkciót a vállalattal (*Duncan et al*, 1988), sőt ezen belül konkrétan a részvénytársasággal (*Ireland et al*, 2001; *Taylor*, 2001). Olyan tanulmányok is vannak, amelyek a vállalkozói tevékenység végzését nem a részvényesek feladatának tekintik (*Dess et al.*, 2003), hanem egyes vállalati alkalmazottaktól várják el ezt (*Floyd–Wooldridge*, 1999; *Sharma–Chrisman*, 1999). Arra is lehet példát hozni, hogy a vállalkozói tevékenység alatt nem csak az innováció létrehozását értik (*Sharma–Chrisman*, 1999). Ezeket a vállalkozókat általában vállalati (intrapreneur) vagy részvénytársasági vállalkozóként (corporate entrepreneur) definiálják.<sup>21</sup> Jól látható, hogy a menedzsmenttel foglalkozó szerzők körében elfogadottnak tekinthető az a nézőpont, hogy a vállalatnál vagy pontosabban a részvénytársaságnál az alkalmazottak egy része végzi a vállalkozói funkciót, ami az innováció létrehozása mellett más tevékenységek végzését is magába foglalja.

A vállalatelmélet irányából *Penrose* [1959] nevét kell kiemelni. Ő a részvénytársaságok növekedésében és fejlődésében nélkülözhetetlen szerepet tulajdonított a vállalati alkalmazottak által végzett vállalkozói tevékenységnek. Elkülönítette egymástól a vállalkozói és a menedzsmenttevékenységet. A menedzsmenttevékenység alatt a vállalkozói ötletek végrehajtását és a meglévő tevékenységek felügyeletét értette. A vállalati menedzsment mindkét tevékenységet végzi (*Penrose*, 1959. 31–32. o.). *Cohendet et al.* [2000] is arra a következtetésre jutottak, hogy folyamatosan változó környezet esetén a vállalkozói és a menedzseri funkció egybeesik, ugyanis az erőforrások allokálását és az erőforrások létrehozását nem lehet egymástól elválasztani.

Az eddigieket összegezve jól látható, hogy a részvénytársaságnak mind a gazdaság adaptív hatékonyságának javításához, mind pedig a versenytársaitól eltérő képességei kialakításához szüksége van alkalmazottai egy részének vállalkozói tevékenységére. Ez a következtetés a menedzsmenttel foglalkozó irodalommal is összhangban van. Most *Kirzner* és *Schumpeter* álláspontját vizsgáljuk meg, hogy szerintük részvénytársaság esetén kik végzik a vállalkozói tevékenységet.

*Schumpeter*nél részvénytársaság esetén az alkalmazott, a menedzser, az igazgatóság tagja és a részvényes is lehet vállalkozó, de a legutolsó csak akkor, ha a részvények jelentős részét kontrollálja (*Schumpeter*, 1934. 75. o.). Tehát a szerző a kisztrészvényest nem tekinti vállalkozónak, mert nincsen befolyása a részvénytársaság működésére. *Schumpeter* megközelítése szerint a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság esetén nem a részvényesek végzik a vállalkozói tevékenységeket.

*Kirzner* elvi síkon megteremti annak lehetőségét, hogy a nyilvános részvénytársaság esetén ne a részvényesek legyenek a vállalkozók. Ő ugyanis egyértelműen kimondja, hogy a piaci szereplőnek nem kell tőkével rendelkeznie, hogy vállalkozóvá válhasson. Az is elegendő, ha képes más embereket meggyőzni, hogy fektessenek be az ő felfedezésébe (*Kirzner*, 1973. 16–17. o.). Ennek ellenére *Kirzner* egy igen sajátos nézetet fogalmaz meg a részvénytársaságokra vonatkozó vállalkozói funkcióval kapcsolatban.

<sup>21</sup> Nem tudok róla, hogy erre a funkcióra létezne magyar szakkifejezés.

A részvényesek helyett a menedzser csak akkor lehet vállalkozó, ha az irányítása alá tartozó vállalati erőforrásokat képes a saját hasznára jól kihasználni (*Kirzner*, 1973. 62. o.). A példája és az ebből megfogalmazott következtetése sok tekintetben bírálható,<sup>22</sup> ezért eltekintek ettől az állításától.

A továbbiakban a vállalkozói funkció végzését részvénytársaság esetén a vállalati alkalmazottakhoz kötjük, és részvénytársasági vállalkozóként<sup>23</sup> azonosítjuk őket. Itt a vállalkozó feladata a profitlehetőségek felismerése és a realizálásukhoz szükséges erőforrás-kombinációk megszervezése. Ő biztosítja a vállalatnak a fejlődési pályáján való továbbhaladását, erőforrás-kombinációinak megújítását. Szükséges behatóan ismernie a részvénytársaság speciális képességeit, mivel ezekhez kapcsolódóan lehet kedvező profitlehetőségeket felismerni. Jól látható, hogy nem tekintjük a vállalat tőkéjének biztosítóit vállalkozónak, ugyanis nem rendelkeznek a szükséges ismeretekkel, képességekkel, és nem végzik ezeket a kulcsfontosságú tevékenységeket.

A vállalkozói funkció munkavállalókhöz való rendelésének megalapozottságát azért mutattuk be ilyen részletesen, mert a legtöbb elméleti megközelítés a részvényesekhez köti ennek a funkciónak a végzését.

Az erőforrás-alapú vállalatelméletek nem foglalkoznak a vállalat által termelt gazdasági járadék felosztásának kérdéskörével (*Coff*, 1999). Implicite azzal a feltevessel élnek, hogy minden stratégiai erőforrás a vállalat tulajdonában van, így a belőlük származó haszon a tulajdonost illeti meg. *Coff* hangsúlyozta, hogy a keletkezett gazdasági járadékból a létrehozásában kulcsszerepet játszó vállalati szereplők meg is kéri a részüket, ami a költségek növekedésében jelentkezik.

A részvénytársasági vállalkozók megfelelő ösztönzése, díjazása igen fontos. Ennek hiányában ők vagy felhagynak ezzel a tevékenységgel, és csak menedzseri tevékenységet végeznek, vagy az itt megszerzett ötletek és tudás birtokában saját vállalkozást alapítanak. Ezért a vállalkozói tevékenységet jól elősegítő vállalati szervezetre, valamint az egyéni teljesítményt megfelelően díjazó ösztönzési rendszerre van szükség (*Jones–Butler*, 1992). Ennek jelentőségét fokozza, hogy a vállalat által korábban beígért díjazás nyújtása sem mindig elegendő. Előfordulhat, hogy a vállalkozó ennek ellenére sem akar a részvénytársaság alkalmazottja maradni (*Witt*, 1999). Ő ugyanis folyamatosan összehasonlítja a vállalati munkaviszonyából származó előnyöket a saját vállalkozás indításából várható hasznossággal. A vállalatnál felfedezett profitlehetőségek és megszerzett

<sup>22</sup> Kirzner példájából az a következtetés adódik, hogy ha valaki megfelelő tudással rendelkezik egy profitlehetőség kiaknázásához, de azt nem önállóan, hanem más alkalmazásában valósítja meg, akkor az alkalmazó lesz a vállalkozó. Ő rendelkezik megfelelő éberséggel, mert ő biztos annyira a profitlehetőségben, hogy meg is valósítja azt (*Kirzner*, 1973. 68. o.). *Kirzner* megközelítésével szemben a következő kritika fogalmazható meg.

A példájával ellentétben a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaságra nem igaz, hogy a részvényesek aktívan részt vesznek a vállalat működésében, és személy szerint ők döntenek munkavállalók (konkrétan vállalkozók) felvételéről.

Az a feltételezése sem állja meg a helyét, hogy a vállalkozók azért csatlakoznak a részvénytársasághoz, mert nem bíznak az észrevett profitlehetőségeikben, és azt így más felelősségére valósítják meg. Ugyanis a részvénytársaság keretei között olyan profitlehetőségeket látnak, amelyeket önállóan nem is láthatnak (*Moran–Ghoshal*, 1999), és a piacon észrevett profitlehetőségeik itt nem kerülnek megvalósításra. Kívülállóként jobb profitlehetőségek észrevételét remélik a vállalati alkalmazásból kifolyólag, ami nagyobb egyéni hasznosságot biztosít, mintha a piacon tevékenykednének.

A korábbi fejezetben megállapítottuk, hogy a schumpeteri vállalkozó a kirzneri vállalkozó tevékenységének egy részét végzi, mert csak az innovációval foglalkozik. Azonban szórt tulajdonú, nyilvános részvénytársaság esetén ezt mindig az alkalmazottak végzik. Ezért merésznek tűnik az az implicit állítás *Kirzner*-nél, hogy az innovációt végző munkavállalók nem vállalkozók. Esetleg akkor lehetnének azok, ha ennek hozamát elsikkasztanák.

<sup>23</sup> Erre a már hivatkozott menedzsmentirodalomban több kifejezés is létezik.

ismeretek birtokában viszont növekedhet a saját vállalkozásból származó hasznossága. Ha a vállalatnál megszerzett ismeretek alapján képes fejleszteni üzleti koncepcióját, és így növelni az elképzelt nyereségét, akkor az eredeti alkalmazásában is nagyobb díjazást kell neki juttatni, hogy ne mondjon fel.

A részvénytársasági vállalkozók nagyobb díjazásra tartanak igényt, ha jelentős gazdasági járadékot eredményező profitlehetőséget fedeznek fel. Ők alkotják a reziduális követeléssel rendelkező vállalati szereplők harmadik típusát. Ha a bérük nem növekszik kellő mértékben, akkor fennáll a lehetősége annak, hogy a továbbiakban csak menedzseri tevékenységet végeznek, vagy kilépnek, és saját vállalkozást hoznak létre. Ez utóbbi esetben a szükséges speciális képességet a vállalattól elcsábított munkatársak biztosíthatják. Ők azért csatlakozhatnak a távozó vállalkozóhoz, mert látják, hogy a speciális képességükből származó vállalati profit és a díjazásuk nincsen összhangban. Ők is bizonyos mértékben reziduális követeléssel rendelkezőként viselkednek, amit a díjazásuk kialakításánál figyelembe kell venni.

### A részvénytársaság újradefiniálása

A vállalatokra és azon belül a nyilvános részvénytársaságra vonatkozóan bemutatam, hogy a vállalatspecifikus befektetést végző és a vállalati vállalkozó is bizonyos mértékben reziduális követeléssel rendelkezik, ha a vállalat képes gazdasági járadékot kitermelni. A továbbiakban a nyilvános részvénytársaság mint sajátos vállalati forma vizsgálatára térek ki. Arra keresem a választ, hogy a gazdaság erőforrás-alapú nézőpontjából miért van szükség erre a szervezeti formára. Megválaszolása érdekében először is a részvényesek tulajdonosi pozícióját kell közelebbről szemügyre venni.

A tulajdonosság gazdasági jelentését nem is vizsgálták meg közelebbről egészen Coase 1960-ban megjelent cikkéig (Coase, 1960), amely nyomán élénk vita alakult ki a megjelenését követő évtizedekben (Foss–Foss, 2001). Ennek a mi szempontunkból érdekes vetülete, hogy míg a tulajdonjogok (property rights) típusai azonosíthatóak, addig az már nem olyan egyértelmű, hogy pontosan mikor jön létre a tulajdonosság (ownership) kategória. Tehát nem könnyű megmondani, hogy az egyénnek egy adott eszköz felett milyen tulajdonjogokkal kell rendelkeznie a gazdasági szempontból nézett tulajdonosi szerepkör betöltéséhez. Sok szerző nem tekinti a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság részvényeseit a részvénytársaság tulajdonosának, csupán a részvényeik tulajdonosának (Honore, 1961; Fama, 1980; Kay–Silberston, 1995; Stout, 2002). Ez több alapvető tulajdonjog hiányából fakad.<sup>24</sup> Az Alchian–Demsetz [1972] szerzőpáros a befektetők egyik típusaként azonosítja őket. Felhívják a figyelmet arra, hogy régen voltak olyan részvénytársaságok, amelyek kétfajta részvénnel rendelkeztek. Ezek közül csak ahhoz a típushoz tartozott szavazati jog, amelyik a vállalkozónál maradt. Itt tisztán látszott, hogy a részvényesek a vállalkozó kivételével csupán befektetési célból birtokolták az értékpapírt, és szóba sem került, hogy tulajdonosoknak kellene őket tekinteni.

A részvényeseket kizárólag a részvényeik tulajdonosának tekintve arra a következtetésre jutunk, hogy a szórt tulajdonnal rendelkező nyilvános részvénytársaság más vállalati formáktól egy nagyon fontos tekintetben eltér, ugyanis a hagyományos gazdasági

<sup>24</sup> Egyrészt a részvényesek nem gyakorolnak közvetlen kontrollt a vállalat eszközei felett, ez a jog az igazgatóságot illeti meg. Másrészt a részvényesek nem tudnak hozzáférni a részvénytársaság által kitermelt profithoz. Csak akkor kapnak osztalékot, ha az igazgatók úgy döntenek. Harmadrészt a részvényesek nem rendelkeznek közvetlen hozzáféréssel a vállalat eszközeihez. Negyedrészt a részvényesek minden befolyása a vállalatra indirekt, az igazgatóságon keresztül történik. Szórt tulajdonnal rendelkező nyilvános részvénytársaságnál az egyes részvényesek befolyásolási képessége elhanyagolható.

értelemben nincsen tulajdonosa. Ennek a sajátosságának ismeretében normatív magja újradefiniálható, amire már többen is vállalkoztak.<sup>25</sup>

A továbbiakban a nyilvános részvénytársaságot társadalmi intézménynek<sup>26</sup> (social institution) tekintem. Elfogadom, hogy az angolszász országokban a részvénytársaság mint a részvényesektől független entitás megközelítése<sup>27</sup> jobban leírja a nyilvános részvénytársaságok tényleges működését, mint a megbízó-ügynök probléma (Kay–Silberston, 1995). A társadalom a részvénytársaságot azért hozta létre, hogy elősegítse az általános jólétet, azaz a tőle elvárható maximális jólétet nyújtsa tagjai számára (Wallman, 1999).

A nyilvános részvénytársaság mint entitás és társadalmi intézmény alapvető problémája az megbízó-ügynök viszony hatékony kezelése helyett a teammunka<sup>28</sup> hatékony megszervezése (Blair–Stout, 1999). A részvénytársaság mint entitás azzal jön létre, hogy a benne részt venni kívánó inputtulajdonosok (azaz teamtagok) létrehoznak egy irányítási struktúrát. Blair–Stout ennek a közvetítő hierarchia (mediating hierarchy) elnevezést adta. A teamtagok lemondanak bizonyos jogaikról,<sup>29</sup> és átruházzák azokat erre a közvetítő hierarchiára mint mesterségesen létrehozott jogi képződményre. Tehát ez az entitás, társadalmi intézmény birtokolja a vállalat összes eszközét. Erre a vállalati hierarchiára hárul az erőforrások felhasználásának irányítása, a tevékenységek koordinálása és a kitermelt nyereség elosztása. A hierarchia csúcán az igazgatóság helyezkedik el.

A részvénytársaság mint teammunkára épülő társadalmi intézmény felfogásban általában az igazgatóság funkciója. Tagjai nem a részvényesek ügynökeként, hanem a részvénytársaság mint társadalmi intézmény vagyongazdálkodóként végzik feladataikat (Kay–Silberston, 1995). A társasági jog biztosítja a vállalati szereplőktől (teamtagok) való függetlenségüket (Blair–Stout, 1999; Bainbridge, 2003). Bizalmi kötelezettségük a részvénytársasággal szemben áll fenn (Wallman, 1999). Feladatuk a vállalat eszközeinek megőrzése, értékük növelése, és az ebből termelt nyereség felosztása a vállalati szereplők között különböző igényeik mérlegelésével (Kay–Silberston, 1995). Itt elsőrendű cél a részvénytársaság hatékony működésének elősegítése és fokozása, ami biztosítja az entitás tartós fennmaradását. Ha a részvénytársaság jó eredményeket ér el, akkor az igazgatóság tagjainak választási lehetőségük van, hogy a befolyt plusz jövedelem a vállalat profitját vagy költségeit (azaz egyes teamtagok díjazását) növelje (Stout, 2002). Csak a vállalati csődhelyzet esetén kell a részvényeseket egyedüli reziduális követeléssel rendelkezőként kezelni.

Az előző fejezetben bemutattam, hogy a nagymértékű munkamegosztás megvalósítása önmagában alapul szolgál a vállalat létrehozására. Most azt vizsgálom meg, miért

<sup>25</sup> 1996-tól 2001-ig tartott a „Redefining the Corporation” nevet viselő kutatás, amelyet az Alfred P. Sloan alapítvány finanszírozott ([www.rotman.utoronto.ca/~stake/index.htm](http://www.rotman.utoronto.ca/~stake/index.htm)). A másik széles körben ismert kutatócsoport a teammunka oldaláról vizsgálja az amerikai társasági jogot, és próbálja újradefiniálni a vállalatirányítás feladatát ([www.teamproduction.us/index.htm](http://www.teamproduction.us/index.htm)).

<sup>26</sup> Fontos hangsúlyozni, hogy a dolgozat keretében bemutatott társadalmi intézmény koncepció teljes mértékben a gazdasági hatékonyság talaján áll. Nem ugyanazt takarja, mint az érdekhordozói elmélet követői által megfogalmazott társadalmi intézmény, amely a társadalmi felelősségre épül. Tehát az ez utóbbira vonatkozó heves bírálat nem illeszkedik az itt bemutatott megközelítésre.

<sup>27</sup> A részvénytársaság mint önálló jogi entitás megközelítés a 20. század közepén jelent meg a jogi gondolkodásban, de az ezt követő évtizedekben a vállalatot szerződések nexusának tekintő megközelítés kapott központi szerepet (Blair, 1999).

<sup>28</sup> Teammunkára akkor van szükség, ha valamely feladat végrehajtásához több egyén összehangolt tevékenységére és befektetésére van szükség. Az egyének vállalatspecifikus befektetéseket végeznek, és az output nem osztható.

<sup>29</sup> Ide sorolható többek között a pénztökére vonatkozó tulajdonjogról, a humán tőke irányítási jogáról és a közös output feletti rendelkezési jogról való lemondás.

van szükség a nyilvános részvénytársaságra mint társadalmi intézményre a vállalatok egyéb típusai mellett. Ezzel a kérdéssel a korábbiakban nem foglalkoztam.

A nyilvános részvénytársaságot a társadalom azért hozta létre, hogy önálló entitásként működését ne befolyásolja a tulajdonos anyagi helyzete, kockázatvállalási mértéke és képessége, valamint a vállalat működése ne legyen az ő személyes érdekének alárendelve. Így megvalósulhat a korlátlan specializáció. A részvénytársaságok még komplexebb erőforrás-kombinációk létrehozásával olyan szintre emelik a gazdaság allokatív hatékonyságát, amit nélkülük a többi vállalati forma nem tudna biztosítani. Ebben pedig kulcsszerepe van a vállalat-specifikus befektetést végző alkalmazottak ebből fakadó egyéni képességeinek. Az ilyen befektetésekre elsősorban a részvénytársaságok esetén van szükség. A részvénytársaságnak a többi vállalati formával szembeni előnye abban is megmutatkozik, hogy tovább képes növelni a gazdaság adaptív hatékonyságát. A nagyobb mértékű specializáció ugyanis még speciálisabb erőforrás-kombinációk birtoklását jelenti. Ezek ismeretében a vállalkozók olyan profitlehetőségekkel is szembesülnek, amelyeket más vállalat-vállalkozói nem is igazán láthatnak.

A részvénytársaság mint teammunkára épülő társadalmi intézmény irányításához jól illeszkedik *Zingales* [1998] vállalatirányítási nézőpontja.<sup>30</sup> A részvénytársaság „kormányzása” alatt megkötöttségek<sup>31</sup> olyan halmazát érti, amelyek a gazdasági entitás<sup>32</sup> által kitermelt gazdasági járadékról szóló utólagos egyezkedést formálják.

Jól látható, hogy mennyire másképp hangzik ez a definíció *Schleifer–Vishny* [1997] megközelítéséhez képest, amely lényegében csak a pénzügyi befektetések megfelelő megtérülésének biztosítását tekintette idetartozó feladatnak. A vállalati kormányzás és a vállalati hatékonyság itt úgy kapcsolódik össze, hogy a vállalatirányítás elvégzi a keletkezett gazdasági járadék felosztását, és ebből következően meghatározza az összes kitermelt gazdasági járadék nagyságát is. Ez megközelítésünkben azt jelenti, hogy a kitermelt gazdasági járadék legalább egy részét, ha nem az egészét vissza kell juttatni a speciális képességekkel rendelkező vállalati szereplőknek, akik reziduális követeléssel rendelkező pozícióját az előző fejezetben mutattuk meg.

Kapcsoljuk össze az itt megfogalmazott teammunkára épülő társadalmi intézmény koncepciót az előző fejezetben levont következtetésekkel. A teamtagok alapvetően három kategóriába sorolhatók.

Az egyik csoport által nyújtott szolgáltatások bármikor beszerezhetők a piacról, ezért a teammunka minél hatékonyabb végzése érdekében nem érdemes nekik a haszonáldozati költségüknél, azaz a piaci áruknál nagyobb díjazást biztosítani.

A teamtagok másik része vállalat-specifikus befektetést végez, amely a teammunka hatékonysága szempontjából igen fontos, és a piacról azonnal nem pótolható. Ha a részvénytársaság az alkalmazottak speciális képességeinek eredményeképpen gazdasági járadékot realizál, akkor az eredeti haszonáldozati költségüknél nagyobb díjazással kell motiválni őket, hogy továbbra is megőrizzék azok színvonalát. Azonban alkupozíciójukat (és így a reziduális követeléssel rendelkező pozíciójukat is) gyengíti, hogy meglévő befektetéseiket ők sem tudják máshol kihasználni.

A harmadik csoportot a részvénytársasági vállalkozók jelentik, amelyek szintén kritikus szerepet töltenek be a teammunka hatékonyságának biztosításában, és a piacról

<sup>30</sup> *Zingales* [1998] szerint két dolog kell az irányítási rendszer iránti igény felmerüléséhez. Először is, a kapcsolatnak produkálnia kell gazdasági járadékot (quasi rent), ennek hiányában ugyanis a piac kompetitív természete kiküszöböli az egyezkedés lehetőségét. Másrészt csak ott van szükség utólagos kormányzásra, ahol az explicit szerződések alapján a felek között a keletkező gazdasági járadékot nem lehet előre tökéletesen elosztani. Lehet látni, hogy mindkét feltétel fennáll a vállalat-specifikus befektetések esetén.

<sup>31</sup> Ennek jellemzőit a társasági jog alapvetően meghatározza.

<sup>32</sup> A gazdasági entitás alatt a vállalatot mint gazdasági egységet érti.

automatikusan ők sem pótolhatók. A részvénytársasági vállalkozók helyettesíthetőségének korlátozottságáról eddig még nem volt szó, de rögtön nyilvánvalóvá válik, ha a részvénytársaságoknak az egymástól eltérő képességeire gondolunk. A kihasználásukat és megújulásukat biztosító vállalkozóknak alaposan ismerniük kell ezeket, tehát vállalat-specifikus ismeretekkel kell rendelkezniük. Őket is az eredeti használdozati költségüknel nagyobb díjazásban kell részesíteni, ha tevékenységük következtében a részvénytársaság gazdasági járadékot képes realizálni. A részvénytársasági vállalkozó viszont egy fontos tekintetben eltér a vállalat-specifikus befektetést végzőtől. Az ő speciális képességének bizonyos mértékben van alternatív felhasználási lehetősége, mégpedig saját vállalkozás indítása. Így az ő reziduális követeléssel rendelkező pozíciója jobban kikényszeríthető. Viszont a saját vállalkozása indításához szüksége lehet a részvénytársaságnál alkalmazásban lévő, vállalat-specifikus befektetéssel rendelkezők tevékenységére is, ezért ez a mechanizmus az ők reziduális pozícióját is erősíti.

Ha a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság részvényeseinek helyzetét alaposabban szemügyre vesszük, látható, hogy őket sem vállalati vállalkozóként, sem pedig vállalat-specifikus befektetést végzőként nem azonosítottuk. Így a teammunka hatékonyságából nézve nincs értelme, hogy részesedjenek az esetlegesen kitermelt gazdasági járadékból. Továbbá nem tekintettük őket a részvénytársaság tulajdonosainak sem, tehát ez sem ad alapot arra, hogy a gazdasági járadék egy részét vagy egészét megkapják.

A részvényesek által végzett kockázatvállalás egy külön termelési tényezőnek tekinthető (lásd *Fama*, 1980). Feladata olyan pénzforrás biztosítása, amelynek hozama nem fix, hanem a részvénytársaság hullámozó teljesítményének és esetleges bukásának függvénye. Ez összhangban van azzal a megközelítéssel is, ami a részvényeseket csak a forrásbiztosítók egyik típusának tekinti (*Alchian–Demsetz*, 1972). A részvényesek hozamvárása jóval nagyobb, szemben azokkal, akik ennél kisebb kockázatot vállalva a fix kamatot ígérő vállalati kötvény mellett döntenek. Viszont a teammunka szemszögéből nézve nem elfogadható az az állítás, hogy ez a funkció fontosabb, felsőbb rendű a többi vállalati szereplő által végzett gazdasági funkciónál, azaz így díjazásának nincsen felső határa. A részvényeseknek nem kell a használdozati költségüknél<sup>33</sup> nagyobb megtérülést biztosítani, mert már így is elvégeznék ugyanezt a gazdasági funkciót, további juttatás ellenében sem lennének képesek a teammunka hatékonyságának növelésére.

Számos elmélet pontosan abban különbözik egymástól, hogy a menedzsment és a részvényesek használdozati költségének biztosítása után az esetlegesen keletkező gazdasági járadék (surplus profit) hogyan kerül felosztásra a különböző vállalati szereplők között (*Dunning–Stilwell*, 1978). A vállalatot szerződések nexusának tekintő megközelítések ezt az összeget a részvényeseknek juttatják. Viszont az itt bemutatott szemléletmód alapján az következik, hogy ezt az összeget a vállalat-specifikus befektetést végzőknek és a részvénytársasági vállalkozóknak kell juttatni. Egyrészt azért, mert az ő speciális tevékenységeik eredménye ez a többletprofit, másrészt pedig az ebből való részesedés hiányában könnyedén csökkenthetik a részvénytársaság hatékonyságát.

<sup>33</sup> *Dunning–Stilwell* [1978] szemléletmódját követem abban a tekintetben, hogy egyes vállalatok több profitot képesek kitermelni, mint amennyit a menedzserek és a részvényesek használdozati költsége megkövetel. A részvényesek használdozati költsége csak egy elméleti kategória. Mértéke igen leegyszerűsítve a részvényesek tőkekinálata és az azonos működési bizonytalansággal jellemezhető részvénytársaságok tőkekezelése alapján határozódna meg. Konkrét értéke a gyakorlatban nem határozódik meg, de nincs is erre szükségem. Csak azt fogadtam el, hogy elméletileg létezik egy ilyen ráta. A következő fejezetben ugyanis részletesen kitérek arra, hogy a részvényesek miért kapnak ennél jóval nagyobb díjazást. Ez nem ugyanaz, mint a pénzügy területén használt súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC), hanem annál kisebb hozamráta. A WACC ugyanis az azonos kockázattal működő részvénytársaságok hozamrátájának átlaga, ahol minden többletprofit a részvényesekhez kerül.

Többletprofit, azaz gazdasági járadék akkor keletkezik, ha a részvénytársaság több év átlagában nagyobb nyereséget termel ki, mint a részvényesek használdozati költsége. Ebben az esetben az igazgatóságnak mint a társadalmi intézmény független szervének megvan a lehetősége, hogy a speciális képességekkel rendelkező alkalmazottak díjazásának növelésével őket is reziduális követeléssel rendelkezőkként kezelje. Ezek alapján jól látható, hogy itt a részvényesek reziduális követeléssel rendelkező pozíciója csupán annyit jelent, hogy a kötvények birtokosaival szemben használdozati költségeiket csak több év átlagában kapják meg, vagy rosszabb esetben – a vállalat bukása esetén – még a befektetett tőkéjük egy részét is elvesztik.

### A részvénytársaság irányításával kapcsolatos következtetések

Térjünk vissza a *Berle–Means* [1932] szerzőpáros eszmefuttatására és a *Dennison* [1926] által kidolgozott megoldásra. Mindkettővel összhangban van az itt bemutatott megközelítés, ugyanis az eddigiek alapján arra a következtetésre lehet jutni, hogy a vállalat hatékonyságának mértékét egy bizonyos szint fölött már nem a részvényesek tevékenysége határozza meg. Ezért a hatékonyság további növelése érdekében előnyösebb az esetlegesen kitermelt gazdasági járadékot azok rendelkezésére bocsátani, akik átlagon felüli képessége biztosítja ennek létrejöttét.

Miért nem ez történik a valóságban? Miért nem kerül felosztásra az összes gazdasági járadék a kulcsfontosságú vállalati szereplők között? A részvényesek miért nem csak a használdozati költségeiket kapják díjazásként?

Ezekre a kérdésekre a *Berle–Means* [1932] szerzőpáros is megpróbált választ adni. Több érvet is felhoztak, amelyek azonban nem igazán meggyőzőek.<sup>34</sup> A tanulmányban ismertetett szemléletmód alapján jóval megalapozottabb válasz fogalmazható meg, miért kell a részvényeseket használdozati költséjükénél nagyobb díjazásban részesíteni.

Ha az előző fejezet végén kialakított szempontok alapján díjazzuk a vállalati szereplőket, akkor egy igen fontos tényező felett siklik el a figyelmünk. A részvénytársaság – társadalmi intézmény lévén – a társadalmi hatékonyság növelésére törekszik. Viszont a társadalmi hatékonyság fokozható az által, ha ugyanazt az eredményt kisebb költséggel állítjuk elő. A társadalom szempontjából hátrányos a részvénytársaságok által kitermelt összes gazdasági járadékot díjazásként kifizetni, ha a vállalati szereplők annak egy részéért is ugyanazt a teljesítményt nyújtják. Továbbá a társadalom szempontjából az sem biztos, hogy hosszú távon az alkalmazásban lévő, speciális képességekkel rendelkező vállalati szereplők (teamtagok) biztosítják a részvénytársaság (teammunka) legnagyobb hatékonyságát. A hatékonyság ugyanis növelhető, ha az igazgatóság az előbb említett teamtagokat olyan piaci szereplőkre cseréli le, akik ugyanezeket a tevékenységeket alacsonyabb díjazás fejében is elvégzik. Természetesen korábban amellet érveltem, hogy ezek a szakemberek a piacról azonnal nem pótolhatók, így lecserélésük rövid távon hatékonyságromlással járna. Viszont ez a csere lehetővé teszi, hogy a teammunka hatékonysága hosszú távon növekedjen.

Tehát a vállalatirányítás feladata nemcsak az esetlegesen kitermelt gazdasági járadék felosztása, hanem abból a lehető legkevesebb felosztása, ami már (még) képes garantálni a részvénytársaság megfelelő hatékonyságát. Így érhető el a legnagyobb társa-

<sup>34</sup> Szerintük ez a probléma nem olyan súlyos, mert a vállalatirányítást végzők rendelkeznek kisebb méretű részvénytársasággal, és így a profitból részvényeikre jutó egy-két százalék megfelelő ösztönző. A fő érvek azonban az, hogy a profit ebben az esetben nem jó ösztönző eszköz, ugyanis erősen csökkenő határhaszonnal jár. A második millió dollár nyereség már nem igazán tudná még hatékonyabb működésre ösztönözni a vállalatirányítást és kontrollt végzőket, mint az első millió dollár vagy annak akár a tizedrésze.



dalmi hatékonyság. Ennek érvényesítését az alábbiak teszik lehetővé. Egyrészt a végzett tevékenység és az ennek eredményeképpen realizált gazdasági járadék nagysága között nincsen szoros kapcsolat, amire *Schumpeter* is felhívta a figyelmet (*Schumpeter*, 1934). A vállalkozó sokszor a realizált gazdasági járadék töredékéért is elvégezte volna ugyanezt a tevékenységet.<sup>35</sup> Másrészt a részvénytársaság további ösztönzőket is biztosít, amelyek kínálatával tovább lehet csökkenteni a kiosztani szükséges gazdasági járadék nagyságát. Ide tartoznak az önmegvalósítás lehetőségei, a karrierlétra által nyújtott lehetőségek és az egyéb vállalati juttatások.

Az eddigi érvelésből következik, hogy a társadalom szemszögéből a nyilvános részvénytársaság hatékonyságának pillanatnyi szintjét az adott évben fel nem osztott gazdasági járadék nagysága mutatja meg. Ennek éves alakulása megfelelően mutatja a részvénytársaság hatékonyságának növekedését, illetve csökkenését.

Azonban az adott évben fel nem osztott gazdasági járadék nagyságának kimutatása önmagában még nem elég. Bár a részvénytársaság önálló entitás, személyiségének absztrakt jellege miatt nem képes a társadalom érdekét érvényesíteni. Ezt a feladatot alap esetben a független igazgatóság tölti be. Ugyanakkor szükséges egy olyan ellenőrzési mechanizmus, amely biztosítja az igazgatósági döntések minőségének ellenőrzését. Ennek fontossága akkor válik nyilvánvalóvá, amikor az igazgatók alkalmatlansága következtében a részvénytársaság működésének hatékonysága jelentős mértékben romlik. Ez pedig csak úgy kerülhető el, ha a vállalati szereplők (teamtagok) egyik csoportja megkapja ezt a fel nem osztott gazdasági járadékot. Így ezek a szereplők a fel nem osztott gazdasági járadék nem megfelelő nagysága esetén önérdekükkel együtt a részvénytársaság érdekét is érvényesítik.

A részvényesek kapják meg ezt az összeget.

A korábbi központi pozíciójuknak és az ezzel együtt járó speciális jogaiknak két alapvető oka volt. Egyrészt a részvénytársaság tulajdonosainak tekintették őket, másrészt pedig a birtokukban lévő, a részvénytársaság létrehozásához szükséges tőke a többi erőforráshoz képest sokkal szűkösebben állt rendelkezésre. Azonban a nyilvános részvénytársaság evolúciója során bebizonyosodott, hogy az előbbi két ok megszűnése ellenére is a részvényesek igen alkalmasak a hatékonyságban bekövetkezett jelentős változások figyelemmel kísérésére. A részvénytársaság működésében (a teammunkában) betöltött gazdasági funkciójuknak ugyanis több olyan sajátossága is van, amely alkalmassá teszi őket ennek a feladatnak<sup>36</sup> az elvégzésére. Az esetlegesen keletkező gazdasági járadék felosztása jól látható az 1. ábrán.

<sup>35</sup> Schumpeter szerint ezzel magyarázható, hogy egyes vállalkozók képesek lemondani erről az összegről, és így ezeket a tevékenységeket fizetett vállalati vállalkozóként végezni.

<sup>36</sup> A részvényesek a következő feltételek mindegyikének eleget tesznek.

A teamtagok olyan csoportjának kell a fel nem osztott gazdasági járadékot juttatni, amely nem végez vállalatspecifikus befektetést vagy vállalkozói tevékenységet, azaz díjazásának elméletileg van piaci ára. Így a díjazásul kapott, fel nem osztott gazdasági járadék nagyságának változása jól tükrözi a részvénytársaság hatékonyságának növekedését, illetve csökkenését.

Továbbá ezt az összeget olyan vállalati szereplők rendelkezésére érdemes bocsátani, akik közvetlenül nem vesznek részt a teammunkában. Ha ez nem teljesül, akkor felborulna a teamtagok által végzett tevékenységek és az ezekért járó díjazások összhangja. Ez pedig jelentősen csökkentené egyes teamtagok motivációját.

Végezetül pedig ajánlatos a vállalat bukása esetén nagy veszteséggel szembesülő vállalati szereplőknek kapniuk ezt a többletösszeget.

**A nyilvános részvénytársaságok egy részénél keletkező gazdasági járadék felosztása**

A részvénytársaság összes bevétele				
A felmerült költségek	Az alkalmazottak díjazása		A részvénytársaság által realizált profit	
A felmerült költségek	Az alkalmazottak használdozati költsége	A vállalati vállalkozók és a vállalat-specifikus befektetést végzők részesedése a gazdasági járadékból	A fel nem osztott gazdasági járadék	A részvényesek használdozati költsége

Forrás: a szerző saját összeállítása.

A tanulmány lezárásaként a következő megállapítások fogalmazhatók meg. Az itt kialakított megközelítés szellemében a kritikus tevékenységeket végző vállalati alkalmazottakat a tevékenységük eredményeképpen realizált gazdasági járadékkal arányban kell díjazni. Ebből a megközelítésből nézve nem fogadható el az az állítás, hogy a részvényeseknek csak a részvénytársaságnál tartásukhoz minimálisan szükséges díjazást kell kapniuk. Hozzájuk kell hogy kerüljön a gazdasági járadéknak még az a része is, amit nem szükséges kiosztani a kulcsfontosságú alkalmazottaknak. De nem azért kapják ezt az összeget, mert a teamben betöltött funkciójuk fontosabb a többiekénél. Amennyiben ez a többlet hozzájuk kerül, akkor azt a vállalat nem használta fel díjazásként (költségként), így jól lehet vele mérni a teammunka (társadalmi) hatékonyságát. Tehát a részvénytársaság hatékonyságának mutatójaként használható.

A végkövetkeztetés megalapozottságát mutatja, hogy az érdekes összecsengést mutat *Jensen* (2001, 310. o.) véleményével. Egy viszonylag friss cikkében arra hívta fel a figyelmet, hogy a részvényesek semmivel sem felsőbb rendűek a többi vállalati szereplőhöz képest. Az igazgatóságnak ennek ellenére a hosszú távú részvényesi érték alapján kell a vállalatot irányítania, ugyanis szükség van egy teljesítménymérő rúdra.

#### Irodalomjegyzék

- Alchian A. A. – Demsetz H.* [1972]: Production, Information Costs, and Economic Organisation. *The American Economic Review*, 62. évf., 5. szám, 777–795. o.
- Bainbridge, S. M.* [2003]: Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review*, 97. 547–606. o.
- Berle, A. A. – Means, G. C.* [1932]: The Modern Corporation and Private Property. *Murray L. Weidenbaum és Mark Jensen* új bevezetésével. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1991.
- Blair, M. M.* [1999]: Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm. megjelent: *Employees and Corporate Governance*, ed.: Blair, M. M. – Roe, M. J. Brookings Institution Press.
- Blair, M. M. – Stout, L. A.* [1999]: A Team Production Theory of Corporate Law. *Journal of Corporation Law*, 24. évf., 4. szám, 751–806. o.
- Coase, R. H.* [1960]: The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3. évf, 1. szám, 1–44. o.
- Coff, R. W.* [1999]: When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science: A Journal of the Institute of Management Sciences*. 10. évf., 2. szám, 119–132. o.

- Cohendet, P. – Llerena, P. – Marengo, L. [2000]: Is there a pilot in the evolutionary firm? Megjelent: New directions in economic strategy research, szerk.: N. Foss és V. Mahnke, Oxford University Press.
- Demsetz, H. [1973]: Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy. *The Journal of Law & Economics*, 16. évf., 1. szám, 1–10.
- Dennison, H. S. [1926]: Profit Sharing and Stock Ownership for Employees. Harper and Brothers, New York.
- Dess, G. G. – Ireland, R. D. – Zahra, S. A. – Floyd, S. W. – Janney, J. J. – Lane, P. J. [2003]: *Emerging Issues in Corporate Entrepreneurship*. *Journal of Management*, 29. évf., 351–378. o.
- Donaldson, L. – Davis, J. H. [1994]: Boards and Company Performance – Research challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2. évf, 3. szám, 151–60. o.
- Duncan, W. J. – Ginter, P. M. – Rucks, A. C. – Jacobs T. D. [1988]: Intrapreneurship and the Reinvention of the Corporation. *Business Horizons*, May–June, 16–21.
- Duncan, W. J. – Gullett, C. R. [1974]: Henry Sturgis Dennison: The Manager and the Social Critic. *Journal of Business Research*, április, 131–146. o.
- Dunning, J. H. – Stilwell, F. J. B. [1978]: Theories of Business Behaviour and the Distribution of Surplus Profits. *Kyklos*, 31. évf., 4. szám, 601–623. o.
- Fama, E. F. [1980]: Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88. évf., 2. szám, 288–307. o.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. [1983a]: Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26. évf, 2. szám, 301–326. o.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. [1983b]: Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, 26. évf, 2. szám, 327–349. o.
- Floyd, S. W. – Wooldridge, B. [1999]: Knowledge creation and social networks in corporate entrepreneurship: The renewal of organizational capability. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23. évf., 3. szám, 123–143. o.
- Friedman, M. [1970]: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, szeptember 1, megjelent: *Ethical Theory and Business*, szerk.: Tom L. Beauchamp és Norman E. Bowie, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, (1993).
- Foss, N. J. [1997]: Equilibrium vs. evolution in the Resource Based Perspective: The Conflicting Legacies of Demsetz and Penrose. Megjelent: *Resources, technology, and strategy – explorations in the resource-based perspective*, szerk.: N. J. Foss és P. L. Robertson, Routledge, London.
- Foss, K. – Foss, N. [2001]: Assets, Attributes and Ownership. *International Journal of the Economics of Business*, 8. évf., 1. szám, 19–37. o.
- Foss, Nikolai J. – Knudsen, T. [2003]: The Resource-Based Tangle: Towards a Sustainable Explanation of Competitive Advantage. *Managerial & Decision Economics*, 24. évf., 4. szám, 291–307. o.
- Grossman, S. J. – Hart, O. D. [1986]: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94. évf., 4. szám, 691–719. o.
- Hart, O. – Moore, J. [1990]: Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98. évf., 6. szám, 1119–1158. o.
- Herbert, R. – Link, A. [1982]: *The Entrepreneur: Mainstream Views and Radical Critique*. New York: Praeger.
- Honore, A. M. [1961]: *Ownership*. Megjelent: *Oxford essays in jurisprudence*, szerk.: A. G. Guest. Oxford: Clarendon Press. 107–147. o.
- Ireland, R. D. – Hitt, M. A. – Camp, S. M. – Sexton, D. L. [2001]: Integrating entrepreneurship and strategic management actions to create firm wealth. *Academy of Management Executive*, 15. évf., 1. szám, 49–63. o.
- Jensen, M. – Meckling, W. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3. évf., 304–360. o.
- Jensen, M. C. [1989]: Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67. évf., 5. szám, 61–74. o.
- Jensen, M. C. [2001]: Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7. évf., 3. szám, 297–317. o.
- Jones, G. R. – Butler, J. E. [1992]: Managing Internal Corporate Entrepreneurship: An Agency Theory Perspective. *Journal of Management*, 18. évf., 4. szám, 733–749. o.
- Jones, T. M. [1995]: Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20. évf., 2. szám, 404–441. o.
- Kay, J. – Silberston, A. [1995]: Corporate governance. *National Institute Economic Review*, augusztus, 84–96. o.
- Kirzner, I. M. [1973]: *Competition and Entrepreneurship*. The University of Chicago Press, Chicago and London.
- Kirzner, I. M. [1997]: Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach. *Journal of Economic Literature*, 35. évf., március, 60–85. o.

- Langlois, R. N. – Foss, N. J. [1999]: *Capabilities and governance: The rebirth of production in the theory of economic organization. Kyklos*, 52. évf., 2. szám, 201–218. o.
- Lazonick, W. [2002]: The theory of innovative enterprise. megjelent: IEBM Handbook of Economics, szerk: Lazonick, W., 640–664. o. Megjelent továbbá: International Encyclopedia of Business and Management, szerk: Warner, M., 2001, 3055–3076. o.
- Learmount, S. [2002]: Theorizing Corporate Governance: New Organizational Alternatives. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper 237.
- Letza, S. – Sun, X. [2002]: Corporate governance: paradigms, dilemmas and beyond. *The Poznań University of Economics Review*, 2. évf., 1. szám. <http://www.puereview.ac.poznan.pl/2002v2n1.htm>
- Lippman, S. A. – Rumelt, R. P. [1982]: Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences in efficiency under competition. *Bell Journal of Economics*, 13. évf., 2. szám, 418–438. o.
- Mathews, J. A. [2002]: A resource-based view of Schumpeterian economic dynamics. *Journal of Evolutionary Economics*, 12. évf., 1/2. szám, 29–54. o.
- Millon, D. K. [2000]: New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law. *Virginia Law Review*, 86. évf., 5. szám, 1001–1044. o.
- Moran, P. – Goshal, S. [1999]: Markets, Firms, and the Process of Economic Development. *Academy of Management Review*, 24. évf., 3. szám, 390–412. o.
- Paterson, J. [2001]: Corporate Governance, the Limits of Rationality and Proceduralisation. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper 198.
- Penrose, E. [1959]: *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley & Sons.
- Prahalad, C. K. – Hamel, G. [1990]: The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, május–június, 79–91. o.
- Rajan, R. – Zingales, L. [1997]: The Firm as a dedicated Hierarchy. University of Chicago Working paper, <http://gsblgz.uchicago.edu>. Azóta megjelent: (2001) The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 116. évf, 805–852. o.
- Rajan, R. – Zingales, L. [1998]: Power in a Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, 113. évf. 2. szám, 387–432. o.
- Rappaport, A. [1986]: *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. The Free Press, New York.
- Roberts, P. W. [2000]: A processual account of innovative capabilities. megjelent: Resources, technology, and strategy – explorations in the resource-based perspective, szerk.: N. J. Foss és P. L. Robertson, Routledge, London.
- Schumpeter, J. A. [1934]: *The Theory of Economic Development. An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, sixth printing, 1959.
- Sharma, P. – Chrisman, J. J. [1999]: Toward a reconciliation of the definitional issues in the field of corporate entrepreneurship. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23. évf, 3. szám, 11–27. o.
- Shleifer, A. – Vishny, R. W. [1997]: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52. évf., 2. szám, 737–783. o.
- Stout, L. A. [2002]: Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy. *Southern California Law Review*, 75. évf, 1189–1263. o.
- Taylor, B. [2001]: From corporate governance to corporate entrepreneurship. *Journal of Change Management*, 2. évf., 2. szám, 128–147. o.
- Teece, D. J. [2003]: Explicating Dynamic Capabilities: Asset Selection, Coordination, and Entrepreneurship in Strategic Management Theory. draft, <http://web.cbs.dk/departments/iaa/research/publdk.shtml>
- Teece, D. J. – Pisano, G. – Shuen, A. [2000]: Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Nature & Dynamics of Organizational Capabilities*, 334–362. o.
- Turnbull, S. [1997]: Corporate Governance: Its scope, concerns & theories. *Corporate Governance: An International Review*, Blackwood, Oxford, 5. évf., 4. szám, 180–205. o.
- Wallman, S. M. H. [1999]: Understanding the Purpose of a Corporation: An Introduction. *Journal of Corporation Law*, 24. évf., 4. szám, 807–818. o.
- Wernerfelt, B. [1984]: *A Resource-based View of the Firm*. *Strategic Management Journal*, 5. évf., 2. szám, 171–180. o.
- Williamson, O. E. [1985]: *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
- Witt, U. [1999]: Do Entrepreneurs Need Firms? A Contribution to a Missing Chapter in Austrian Economics. *Review of Austrian Economics*, 11. évf., 1–2. szám, 99–109. o.
- Zingales, L. [1998]: Corporate Governance. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, <http://ssrn.com/abstract=46906>