

## Tranzitológia teleszkóppal

*Olivier Blanchard: A posztkommunista átmenet közgazdaságtana  
Nemzeti Tankönyvkiadó, Közgazdasági Kiskönyvtár, Budapest 2006*

*Olivier Blanchard elméleti közgazdász, a Massachusetts Institute of Technology közgazdasági tanszékének vezetője. Bár a francia születésű tudós itthon első könyves szerzőnek számít, neve talán mégsem teljesen ismeretlen a hazai szakmai közönség előtt, jóllehet inkább a munkanélküliség tárgyában végzett elméleti kutatásai, vagy éppen egy Kornai János professzorral folytatott '98-as harvardi beszélgetése révén, amelynek szövege jó ideje magyarul is olvasható.*

Vannak jelenségek, amelyekre nincs magyarázat, és vannak olyanok is, amelyekre viszont egyszerre több is akad. Ez utóbbira eset a közép- és kelet-európai posztszocialista országok termelésének kivétel nélküli drasztikus visszaesése a '89–90-es rendszerváltásokat követő 2–3 évben, amelyet aztán a '90-es évek közepétől szintén mindenhol a gyors gazdasági növekedés időszaka váltott fel. Közben a nemzetközi közgazdász szakma többsége egyetértésben van afelől, hogy az érintett országok mindegyikében az átmenettel együtt járó gazdasági válság a recesszió mértékét tekintve vetekszik a '29–33-as nagy gazdasági világválság kibocsátás-visszaesésével, addig a kiváltó okok megítélését illetően már távolról sem ilyen teljes az összhang. Egyes közgazdászok a KGST-kereskedelem megszűntében, a szovjet piac „összeomlásában”, mások az átmenet országaiban többnyire egységesen követett és a Nemzetközi Valutaalap által szorgalmazott forráselvonó restriktív fiskális és monetáris gazdapolitikában, míg megint má-

sok valamilyen egyéb körülményben vélik felismerni a válságok lényegi okát. Idehaza Kornai János professzor „transzformációs visszaesésként” emlegetett, akadémiásan nagy ívű felfogása tekinthető a leginkább elfogadott álláspontnak, ami alapvetően a szocialista kínálatkorlátos hiánygazdaságból a kapitalista keresletkorlátos piacgazdaságba történő hirtelen áttéréssel indokolja az átalakuló posztkommunista országok válságát.

Olivier Blanchardnak is van teóriája. Blanchard professzor a posztkommunista átmenet rangos kutatójának számít, a kilencvenes évek elején a Nemzetközi Valutaalap által oly gyakorta tanácsolt „sokk-terápiás” válságkezelési eljárás egyik szülőatyja. A Blanchard-könyv honi olvasójában mégis könnyen támadhat az az érzés, mintha a szerző a távoli Massachusettsben leginkább az OECD és az EBRD különféle statisztikai kiadványaiból, a GDP-re és a munkanélküliségi rátára vonatkozó idősoros adatokból és grafikonokból, valamint tudós kollégái hasonló tárgyú tanulmányaiból ismerné csak az általa elemzett országokat (Csehország, Szlovákia, Lengyelország, Magyarország, Bulgária). Blanchard munkájában ugyanis elvont statisztikai adatokkal, ennek megfelelően viszonylag óvatosan megfogalmazott teoretikus feltevésekkel, Marshall-keresztekkel, termelési függvényekkel és határtermék-görbékkel, illetve a puha feltevésekből absztrahált, kifejezetten nyers, Harrod fogalmával élve, *heroikus* matematikai formulákkal találkozhat elsősorban az érdeklődő olvasó. Valamint más jeles szerzőknek a témát érintő gazdasági makromodelljeire történő gyakori hivatkozásokkal.

Végső soron Blanchard professzor maga is egy, a posztkommunista országok gazdasági átmenetére vonatkozó „általános egyensúlyi modell” megkonstruálására vállalkozik. Persze valamire való teória, miként matematikai makromodell sem létezhet kardinális tézisek nélkül! A neves francia tudós úgy véli, hogy az átmenet országainak válságát alapvetően két folyamat magyarázza: 1. az ún. „reallokáció”, vagyis a termelési tényezők folyamatos átáramlása az alacsony hatékonysággal működő állami vállalatoktól a privát gazdaságba, illetve a szolgáltató ipar GDP-n belüli arányának fokozatos növekedése az ipari termelés rovására, valamint 2. az állami vállalatok átalakulása, azon belül is azok ún. „dezorganizációja”, vagyis a biztos beszállítói kapcsolatok átmeneti elvesztése. Az átalakuló országok munkanélküliségére, privatizációjára és gazdaságpolitikájára vonatkozó fejezetek robusztus eszmefuttatásai is nagyrészt ezekre az ún. „alapvető mechanizmusokra” fókuszálnak, miként a matematikai modell felépítéséhez szükséges feltevések, kikötések, formulák is. És Blanchard professzor elemi téziseinek relevanciáját valóban nehéz lenne kétségbe vonni! Másfelől legalább ennyire bizonyos, hogy a honi olvasóközönség, kiváltképp a szakmai közönség számára Blanchard megállapításai a legkevesébe sem bírnak az újdonság erejével, ellenben a válság lényegi magyarázatát illetően annál inkább tűnhetnek elnagyoltnak és leegyszerűsítőnek, amelyekre egy, a végletekig szimplifikált makromodell építeni talán még nagyobb módszertani felelőtlenségnek tetszik. Vagy ahogy éppen Kornai professzor fogalmazott a francia tudóssal folytatott, említett harvardi beszélgetése során: *„Az átmenettel foglalkozó nyugati közgazdászok kér-*

*dései helytállók voltak, a kutatott kérdések listája viszont nem volt teljes. Nem is annyira a kérdésekkel, sokkal inkább a válaszokkal van gond. A megoldások esetenként túlzottan leegyszerűsítettek voltak...”*\* No de tudjuk jól, nincs elmélet leegyszerűsítések és egyoldalúságok nélkül! És a posztkommunista átmenetre vonatkozó elképzelések sokfélék. Ugyanakkor könnyen tévedésbe eshetnénk, ha el kívánnánk vitatni Blanchard professzortól az alapos és kellően szofisztikált empirikus ismereteket, valamint a részletekben megbúvó problémák iránti érzékenységet! A szerzőnek könyve megírásához mindenekelőtt egy a témáról tartott '95-ös egyetemi előadásorozata szolgáltatta az alapot. Meglehet, műve felülnézeti, a valós eseményeket meglehetősen tankönyvíví mikroökonómiai okfejtések mentén stilizáló, száraz és iskolásan teoretikus alaphangjának, illetve vázlatos tárgyalásmódjának háttérében ezen egyszerű tényt kell keresnünk.

Értékelni kell minden olyan törekvést, amely a nemzetközi közgazdasági irodalom meglehetősen szerény hazai recepcióján kíván javítani, így aztán nem lehet nem méltatni a Nemzeti Tankönyvkiadó Közgazdasági Kiskönyvtár sorozatát, amelynek keretében a Blanchard könyv fordítása napvilágot látott, jóllehet a sorozatszerkesztő talán érdemesebb írást is találhatott volna a tárgyban. Ennek ellenére nem lehet nem ajánlani Blanchard könyvét sem. Mindenekelőtt a posztkommunista átmenet iránt érdeklődő olvasók számára. Ha másért nem, hogy fogalmat nyerjenek, milyen előadásokat tart Oxfordban egy neves professzor hazánk nem is olyan távoli történéseiről.

**TÓTH ISTVÁN**

\* Olivier Blanchard: Interjú Kornai Jánossal. Közgazdasági Szemle, 1999. március p. 210.

## Erőviszonyok a cégtábla mögött

Oliver Hart: *Vállalatok, szerződések és tőkeszerkezet*  
 Nemzeti Tankönyvkiadó, 2006

*A brit születésű Oliver Hart professzor felsőfokú matematikai és közgazdasági tanulmányait Cambridge-ben és Coventry-ben folytatta, 1974-ben pedig közgazdasági PhD-fokozatot szerzett az amerikai Princeton egyetemen. Ezt követően több brit egyetemen végzett kutatói és oktatói munkát, majd 1984-ben visszatért az Egyesült Államokba, ahol először az MIT-n, 1993-tól pedig a Harvardon tanított, 2000 és 2003 között az egyetem közgazdaságtan tanszékének vezetője is volt. Tudományos munkásságát a hetvenes és nyolcvanas években alapozta meg számos, igen jelentős szak- és tankönyv társszerzőjeként, valamint közel száz tudományos publikációval. Most bemutatott, 1995-ben Oxfordban kiadott könyve népszerűségét jól jelzi, hogy már négy nyelven, kínaiul, olaszul, magyarul és japánul is kiadták.*

„Ez a könyv a vállalatokról és más gazdasági intézményekről való gondolkodás számára nyújt kereteket” (11. old.) – olvasható a bevezetőben. A könyv novumát az adja, hogy mindezt az erőviszonyok, illetve az irányítás megoszlásának irányából közelíti meg. Hart professzor a *hiányos szerződések* elméletéből indul ki: a szerződések a gyakorlatban soha sem képesek leírni a teljesítés során felmerülő összes lehetséges eseményt, világállapotot, valamint az ezekhez rendelhető kimeneteket. Ebből adódóan minden esetben az erőviszonyok *ex post* elosztása az, ami meghatározza, hogy végül melyik fél érdekei szerint alakul kapcsó-

latuk, például milyen szankciókkal élhetnek a teljesítés hiányosságai esetén. Az elmélet előnye, hogy nem csak a szerződések világában érvényes, hanem számos gazdasági intézmény és eljárás esetére kiterjeszthető, így például:

- a magántulajdon kérdéskörére, ahol a bérletbe adás és a tulajdon átadása közötti választás a jószággal kapcsolatos irányítási jogok elosztásától függ;
- a vállalatok méretének kérdésére, ahol a felvásárlás és a szerződéses viszony közötti választás a szerződésben szabályozott irányítási erő függvénye (ha a szerződés hiányos, a felvásárlás biztosítja a megfelelő irányításhoz szükséges erőt);
- a vállalatok tőkeszerkezetére (a kölcsön- és a saját tőke arányára);
- a részvénytársaságok tulajdonosi struktúrájában fellelhető szétaprózottság és potyautas probléma esetére;
- a csődeljárás létjogosultságára;
- valamint a magán- és köztulajdon megoszlására.

A könyv első része vállalatelméleti megközelítésben foglalkozik a *vállalatok határainak* kérdésével. A neoklaszikus vállalatelmélettel kapcsolatban Hart azt állítja, hogy az nem képes megmagyarázni a vállalatok határait. A *megbízó-ügynök elméletek* a vállalaton belüli ösztönzés hatásait vizsgálva a neoklasszikusnál valóságosabb képet festenek, de a vállalatok határait befolyásoló tényezőkre ezek sem világítanak rá: hasonló ösztönzőrendszerre van szükség a szerződéses viszonyban különálló vállalatok között, mint egy vállalaton belül.

Hart szerint a *tranzakciós költségek elmélete* áll legközelebb a valósághoz. Mi-

vel a szerződések nem terjednek ki minden lehetséges kimenetelre a szerződéskötés költségei miatt (hiszen a tökéletes szerződés költsége végtelen), egyfajta korlátozott racionalitás nyilvánul meg bennük. A tökéletlen szerződésekből fakadó bizonytalanság miatt ugyanakkor a szerződő felek bizonyos hatékonysági áldozatra kényszerülnek (pl. feláldozzák a specializációból fakadó előnyöket, hiszen az egy lábbon állás nagyon kockázatos stratégia ilyen környezetben). A tranzakciós költségek elmélete ugyan feltételezi, hogy az alkudozás költségei csökkennek, ha a felek ugyanahhoz a vállalathoz tartoznak, ennek mikéntjére azonban nem ad magyarázatot, vagyis a vállalatok határainak indoklására szintén alkalmatlan.

Ígéretesebbnek tűnhet a *tulajdonjogi* megközelítés, ahol Hart abból indul ki, hogy mivel egy szerződés sem képes egy eszköz használatának minden módozatát rögzíteni, a szerződés hatáskörén kívül eső reziduális irányítási jogok és jövedelmek az eszköz tulajdonosánál maradnak. Vállalatok esetében ennél is fontosabb, és a szerződések tárgyalásánál fennálló erőviszonyokat alapvetően meghatározza, hogy a felek között *tulajdonosi*, vagy *üzleti partneri* viszony áll fenn. Az első esetben a tárgyalás költségei is jelentősen csökkennek. Ugyanakkor az integráció hátrányának tekinthető, hogy a felvásárolt vállalat általánosságban kevésbé lesz ösztönözve a hatékony működésre.

A könyv talán legnagyobb erőssége, hogy Hart verbális modelljét alaposan kidolgozott, formalizált matematikai alakban is megfogalmazza. A modellt lépésről-lépésre felépítve mutatja be, hogy két vállalat eltérő integrációs sémái esetén milyen módon keletkezhet más-más mértékű többlet, valamint, hogy milyen módon állapítható meg minden adott paraméter-kombinációra az optimális, vagyis a legmagasabb összhasznot eredménye-

ző integrációs forma, tulajdonosi szerkezet. Ezután különféle eseteket fogalmaz meg és bizonyít a szerző az egyes vállalatok beruházási döntéseinek különböző rugalmassági szintjeit figyelembe véve.

A modell eredményeire támaszkodva Hart kiemeli, hogy hatékonyabb, ha egy eszközzel kapcsolatos beruházási döntést az a személy vagy szervezet hozza meg, amely annak a tulajdonosa. További fontos tanulsága, hogy az egymást kiegészítő eszközök esetében nagyobb hatékonyságot eredményez, ha azok egy kézben vannak. Az előzővel összhangban megállapítja továbbá, hogy az egymástól független eszközöket külön-külön kell birtokolni, mivel esetükben az integráció a hatékonyság romlását eredményezi. Ez utóbbi állítást Hart szerint az empiria is jól alátámasztja, hiszen a világon számtalan független eszköz található, független aktorok tulajdonában.

Az *akadályozási probléma* bemutatásakor Hart alapvetése továbbra is az, hogy egy minden lehetséges világállapotra vonatkozó szerződés megkötésének költsége elfogadhatatlanul magas lenne. Ha viszont a felek nem ilyen kötnek, a megváltozott körülmények miatti sorozatos újratárgyalás akadályozhatja a teljesítést. Ugyanakkor nem lehetséges arra kötelezni a feleket, hogy semmilyen körülmények között se tárgyalják újra a szerződéseket. Hart úgy látja, hogy csupán a racionalitás extrém mértékű korlátozásával szüntethető meg az akadályozási probléma, ami viszont szuboptimális helyzethez vezet.

A könyv által taglalt másik nagy téma kör *a vállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata*: mi a vállalkozó és a befektető közti irányítási jogok elosztásának optimális mértéke. A tulajdonjogi megközelítéssel analóg módon itt is a hiányos szerződések elméletéből indul ki, mivel költségmentes, tökéletes szerződéseket feltéte-

lezve a tőkeszerkezet szerepe megszűnne, a mindenre kiterjedő szerződések mellett ugyanis nem maradnak fenn olyan reziduális döntési lehetőségek, amelyekkel a hitelezők vagy a tulajdonosok élhetnének. Továbbá ugyanilyen logika mentén belátható, hogy a valóságban gyakran bekövetkező csődeljárásra is kizárólag a hiányos szerződések esetén kerülhet sor.

A tőkeszerkezeti megközelítés elsősre egy *megbízó-ügynök probléma* tipikus esetének tekinthető: a vállalatvezetők (ügynökök) célja önérdekkövető módon viselkedve megfosztani a befektetőket (megbízók) az őket megillető hozamtól. Hiányos szerződések esetében ennek meggátolására a megoldást egy olyan megállapodás jelenti, ahol a megbízó meghatározott pénzeszközt bocsát az ügynök rendelkezésére meghatározott törlesztések fejében. Amíg az ügynök ezt teljesíti, megtarthatja a pénzből vásárolt eszközök irányítási jogát, ellenkező esetben ezek a jogok átszállnak a befektetőre (ami tulajdonképpen a kölcsöntőkével történő finanszírozást jelenti). Hart ezt az ún. *Aghion-Bolton*, illetve *Hart-Moore* modelleken keresztül bizonyítja. Az előbbi modellt alapvetően hiányosnak nevezhetjük, hiszen nem kapcsolja össze az irányítás átadását a hiteltörlesztés elmaradásával. Hart és Moore több periódusra kiterjesztett modellje ezzel szemben magyarázatot ad arra, hogy miért optimális a hosszú élettartamú, nagy értékű eszközöket hosszú távú szerződésekkel, a rövid élettartamú, a tőke működtetésére használt eszközöket (bér, készletek stb.) pedig rövid lejáratú hitelekkel finanszírozni. Hart kísérletet tesz a modell kiterjesztésére a tökéletes bizonyosság kikötésének feloldásával, igaz saját beismerése szerint is ezen a területen még jelentős a kidolgozottságbeli lemaradás. A tőkeszerkezetet más aspektusból vizsgálva

azt is bemutatja, hogy sok kis befektető esetén jelentősen lecsökken a vállalkozó mozgástere a stratégiai csőddel való fenyegetésre és a szerződés hasznos újratárgyalására. A fontosabb publikációk ismertetése mellett hivatkozik egy kiemelten érdekes empirikus tanulmányra is, ami bizonyítja, hogy a résztvevők számának növekedésével egyre csökkent az újratárgyalás sikerének esélye.

A könyv kiemelt figyelmet fordít a részvénytársaságok *tőkeszerkezetének* vizsgálatára. Vajon a tulajdonosok miként korlátozhatják a tőkeszerkezeten keresztül a vállalatvezetőket abban, hogy azok saját céljaikat kövessék a vállalaté helyett? Szétaprózott tulajdonosi struktúra esetén fellép továbbá a *potyautas-jelenség* is, hiszen a bármelyik tulajdonos által végrehajtott, csak őt terhelő költséges ellenőrzés eredményeiből a többi tulajdonos is részesül. Ezért aztán minden részvényes ugyanúgy (potyautasként) viselkedik, és alig ellenőrzi a menedzsmentet. Hart amellet érvel, hogy a vállalatvezetők birodalomépítési törekvései ellen a különféle teljesítménymutatókon alapuló juttatások helyett sokkal hatékonyabb a hitelfelvétellel történő kényszerítés.

A szerző említést tesz továbbá olyan kísérletekről, amelyek az előző modellek megbízó-ügynök megközelítése helyett az adók, az aszimmetrikus információ, vagy a nem teljes piacok szerepére alapozva adnak a tőkeszerkezettel kapcsolatos magyarázatokat, majd bizonyítja, hogy ezek a tényezők önmagukban nem képesek megmagyarázni az előresorolt hitelek felvételét, valamint a hitelek visszafizetésére vonatkozó kemény költségvetési korlát, a csődeljárás létét. Tanulása tehát az, hogy annak ellenére, hogy nem képes minden kérdésre választ adni, a megbízó-ügynök elméletnek minden, a vállalatok tőkeszerkezetét a teljesség igényével magyarázni kívánó elmélet részét kell képeznie.

A vállalati hitelek kérdéskörének tárgyalása nem lehetne teljes a *csőd* esetének vizsgálata nélkül, természetesen a könyv erre a témára is részletesen kitér, az előzőekben megszokott formális matematikai modellek helyett azonban itt a verbális érvelés metodikáját követi. A csődeljárás hasznosságának és szükségességének bizonyítása közben Hart megemlíti, hogy költségmentes szerződések feltétele mellett nem is volna szükség csődeljárásra, a gyakorlatban a túl magas tranzakciós költségek miatt azonban reális az igény egy hatóságilag biztosított és felügyelt eljárásra. Az eljárással kapcsolatban számos követelményt fogalmaz meg, a célja pedig egy olyan optimális eljárás kidolgozása, amely megteremti ezeknek a gyakran ellentmondó feltételeknek az egyensúlyát. Esetünkben talán kevésbé érdekes az USA és az Egyesült Királyság hatályos csődeljárásának ismertetése, sokkal inkább az a felosztás, amely az eljárásokat a készpénzes árverés és a strukturált alku két alcsoportjába sorolja be. Az elsővel kapcsolatban megalapozottnak látszik az aggály, hogy a tőkepiacok tökéletlensége (tranzakciós költségek, információs aszimmetria) miatt nem hatékonyak az ilyen eljárások. A második esetben pedig az vezet a hatékonyság romlásához, hogy nem válik külön a vállalat jövőjéről szóló döntés és a vagyonfelosztás. Az *Aghion-Hart-Moore-féle* eljárás a szerző szerint optimálisan kielégíthetné a csődeljárással kapcsolatban megfogalmazott követelményeket, hiszen elválasztja a vállalat jövőjéről szóló döntést az elosztási döntéstől, eredményessége pedig nem függ a tőkepiacok hatékonyságától.

Az utolsó fejezet a részvénytársaságok *tulajdonosi szerkezetét* vizsgálja a *megbíró-ügynök modell* szemszögéből. Bemutatja azt a tételt, hogy a szavazatok rendszere abban az esetben optimális, ha

egyetlen részvényosztály van, és minden részvényhez egy szavazat van hozzárendelve. Elsőként levezet egy példát a hatékonyságvesztésre, amely bemutatja, hogy ha eltérünk az *egy részvény-egy szavazat* szabálytól, adódhat olyan helyzet, amikor a vállalat részvényesi értékét nagyobb mértékben növelni képes csoport nem tudja megszerezni a vállalat irányítását. Ezt követően ismertet egy, az értékpapírokhoz tartozó szavazatok szerkezetének hatásait vizsgáló formális modellt, amely szintén az alaptézist igazolja. Konklúzió gyanánt azt a gondolatot fogalmazza meg, hogy a szavazati szerkezet ex post változtatásai gyakran a jelenlegi vezetők pozícióinak megszilárdítását célozzák, ami ugyanakkor a vállalat értékét csökkenti, ezért a részvényeseknek hatékony védekezési módokat kell kialakítaniuk az eredeti szerkezet fenntartása érdekében.

Összegzésként kijelenthető, hogy „A vállalatok, szerződések és tőkeszerkezet” jól kidolgozott, egységes, alapos munka. Semmiképpen sem sorolható ugyanakkor a könnyű olvasmányok közé, szigorúan megköveteli a vállalatelméleti alapok ismeretét, valamint a matematikai modellek értelmezésének gyakorlatát. A könyv tematikája első ránézésre kissé szétforgácsoltnak tűnhet, a hiányos szerződések elmélete azonban Ariadné fonalaként vezet végig az egyes témakörökön, hatékony logikai kapcsot képezve közöttük. Argumentumait igényes módon, a szakirodalomban fellelhető korábbi eredményekre támaszkodva építi fel, miközben jelentős a hozzájárulása az adott témakör fejlődéshez. A könyv további pozitívuma, hogy a közölt irodalomjegyzéket is a tudományos munkák alaposságával állította össze a szerző, ami széleskörű kutatási forrásként szolgálhat a téma iránt érdeklődők számára.