

KALICZKA Nándor – NAFFA Helena

TERMÉSZETES JELZÉSEK A MEGBÍZÓ-ÜGYNÖK KOALÍCIÓ JÖVEDELMÉNEK HITELESÍTÉSÉBEN

A cikk a megbízó és ügynöke közötti jövedelemelosztási kérdések teoretikus gyökereit kutatja. A megbízó-ügynök kapcsolatot jellemző információs aszimmetria és kölcsönös bizalmatlanság következtében szükség van olyan objektív, mérhető jövedelemkategóriák meghatározására, amelyek csak nagy erőfeszítésekkel manipulálhatók. Ezt az igényt a teljes körű elszámolás megvalósításával képzett jövedelem minden kétséget kizáróan kielégíti. Folyamatosan működő megbízó-ügynök kapcsolatokat feltételezve azonban ez az elszámolás a gyakorlatban szinte megvalósíthatatlan. Ebből kifolyólag, a megbízó-ügynök kapcsolatok esetében, olyan diszkrét időszakokhoz kötött jövedelemkategóriák használatára kényszerülünk, melyek a gyakorlatban is alkalmazhatók. Ezek a jövedelemkategóriák segítséget nyújtanak a megbízó és ügynöke által alkotott koalíció jövedelmének, és egyben az ügynök teljesítményének megbízható méréséhez. A cikkben választ keresünk arra, hogy az egyes jövedelemkategóriák milyen szinten elégítik ki a megbízó által támasztott objektivitási és manipulálhatatlansági kritériumokat. A cikkben részletesen tárgyaljuk az egyes jövedelemkategóriákhoz tartozó bizonytalanságokat és manipulációs lehetőségeket, valamint az ezek hatását elimináló *természetes jelzések létét*. A cikkben továbbá arra is választ keresünk, hogy a természetes jelzések mennyire torzítják az ügynök által közölni kívánt információkat.*

Kulcsszavak: megbízó-ügynök probléma, természetes szignál, jövedelemkategóriák

A megbízó-ügynök probléma nemcsak a mikroökonómia egyik alapvető kérdése, hanem a vállalatelmélet egy fontos területe. Lényegét tekintve a gazdasági érdekelttség témakörébe tartozik és piaci hibát, negatív externalitást jelöl (Bodó, 1996).

A probléma abban gyökeredzik, hogy a megbízó által alkalmazott ügynök céljai általában nem esnek egybe a megbízó céljaival. Mind az ügynök, mind pedig a megbízó a saját hasznát igyekszik maximalizálni, azonban ez a törekvés gyakran csak egymás rovására valósítható meg. Az eltérő célok gyakran információs aszimmetriával párosulnak, azaz a megbízó lényegesen kevesebb információval rendelkezik az elvégzendő feladat pillanatnyi állapotáról és a feladatot érintő külső körülményekről. Az eltérő célok és az információs aszimmetria kölcsönös bizalmatlanságot eredményez a megbízó és ügynöke között.

Elméleti alapvetések

Az információs aszimmetria és a kölcsönös bizalmatlanság következtében a megbízók próbálják ügynökeik teljesítményét valamilyen objektíven mérhető jellemzőhöz hozzárendelni. Egy ilyen jellemző lehet az ügynök által generált jövedelem. Az ügynök által generált jövedelemnek azonban a fokozott bizalmatlanság miatt, meg kell felelni a megbízó által támasztott objektivitási és manipulálhatatlansági kritériumoknak. Ronen és Sadan hosszú időn keresztül vizsgálta, hogy miként változtathatja meg a jövedelemmanipuláció a vállalatról kialakult képet, befolyásolva ezzel a megbízók döntéseit. Lásd Merchant (1989) és Ronen és Sadan (1981). Ez a feltételezés azonban nem veszi figyelembe a tisztességes ügynöki tevékenységet. Gömöri szerint az ügynöknek mint jól informált félnek érdeke, hogy különböző *jelzésekkel*

(szignál) eloszlassa a megbízó kételyeit, ugyanakkor a rosszul informált fél érdeke, hogy szűréssel rábírja az informált felet, hogy felfedje kártyáit (Gömöri, 2001).

Az ügynök teljesítményének legjobb mérőszáma lehet tehát az adott feladat elvégzéséből származó jövedelem. Ez a jövedelem gyakran össze van kötve az ügynök ösztönzési rendszerével, azaz a megbízók összekapcsolják a magasabb jutalmazást a magasabb teljesítmény elérésével. Friebel és Guriev megmutatják, hogy a jövedelemmanipuláció alapvetően a vezetőség (ügynökök) jutalmazási struktúrájától függ (Friebel – Guriev, 2005). Az ösztönzési rendszerek kidolgozóinak azonban tisztában kell lenni a megbízó és ügynökének eltérő céljaival, illetve a köztük feszülő kölcsönös bizalmatlansággal. A megbízó képes bizonyos intézkedéseket tenni a bizalmatlanság és az ügynöki kockázat csökkentése érdekében, melynek egy markáns eleme lehet a teljesítmény mérésére használt jövedelemkategoría tudatos megválasztása.

Tirole (2006) egy olyan megbízó-ügynök modellt ismertet, amelyben egy projekt elindításához szükséges befektetést I -vel jelöl. Az I befektetéshez az ügynök A összeggel, míg a megbízó $I-A$ összeggel járul hozzá. A projekt megvalósításából származó jövedelmet R -rel jelöl. Ezen az R jövedelmen osztozik a projekt befejezésével a megbízó és az ügynök. A projekt jövedelméből a megbízót R_p az ügynököt pedig R_a jövedelem illeti. Ebből következik, hogy:

$$R = R_p + R_a \quad (1)$$

Az ügynöknek lehetősége van egy bizonyos B összegű privát haszonra szert tennie, abban az esetben, ha nem tesz meg minden erőfeszítést a projekt sikere érdekében. Jelölje p_H a siker valószínűségét, hogy az ügynök nagy erőfeszítést tesz a projekt érdekében, és p_L a siker valószínűségét, hogy nem tesz kemény erőfeszítéseket. A megbízónak ekkor olyan ösztönzési rendszert kell építeni, amelyre teljesül az alábbi ösztönzési korlát:

$$p_H R_a \geq p_L R_a + B \quad (2)$$

Azaz az ügynök nagy erőfeszítés melletti jövedelme meg kell, hogy haladja a csekély erőfeszítés melletti jövedelmének és B privát haszon összegét.

Ebből az ösztönzési korlátból származtatható a megbízónak elégerhető jövedelem azaz:

$$\Delta p R_a \geq B \quad (3)$$

$$R_a \geq \frac{B}{\Delta p} \quad (4)$$

Ahol a Δp a p_H és p_L különbsége. Ez alapján a legnagyobb, még ösztönzéskompatibilis, elégerhető jövedelem, amire a megbízó szert tehet:

$$P = \max p_H R_p = p_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \quad (5)$$

Tirole mind az ügynök ösztönzési rendszerét, mind pedig a megbízó finanszírozási hajlandóságát az adott projekt jövedelméből vezeti le.

Megállapítható tehát, hogy az ügynök teljesítményének megfigyelésére és mérésére a leginkább alkalmas az adott feladat elvégzéséből származó jövedelem nagysága. Az elmélet gyakorlati alkalmazásához azonban szükség van a közgazdaságtanban értelmezett jövedelem fogalmának operacionalizálására ahhoz, hogy lehetőség nyíljon azoknak a konkrét mérési eljárásoknak a kialakítására, melyek eredményeképpen a jövedelmet a valóságban megjelenő empirikus megfigyelésként is meghatározhatjuk.

Mit tekint jövedelemnek a közgazdaságtan?

Valamennyi közgazdasági elmélet rendelkezik egyfajta jövedelemmeghatározással. Irwing Fisher a jövedelem egyéni természetére vonatkozó elmélet megalapítója. Szerinte a jövedelem a személyes fogyasztás pénzben kifejezett értéke, azaz a tőkenövekmény nem része a jövedelemnek, mivel nem származik belőle testi-lelki megelégedettség (Bélyácz, 2002). A Fisher utáni közgazdászok jövedelemként tekintették az adott időszak alatti fogyasztás és megtakarítás összegét.

Hicks szerint „...a jövedelemszámítás célja az, hogy jelezze azt az összeget, amelyet az emberek anélkül fogyaszthatnak el, hogy szegényekké válnának. Ebből a gondolatból kiindulva feltehetőleg ama maximális értéként kell definiálnunk valakinek a jövedelmét, mint amelyet egy hét alatt elfogyaszthat, mégpedig úgy, hogy a hét végén legalább olyan kedvező helyzetben lesz, mint amilyenben a hét elején volt” (Hicks, 1978: 207. o.).

Mivel a közgazdaságtan a jövedelmet egyéni mértékként kezeli, ezért a megbízó-ügynök probléma esetén nem tudjuk az egyéni jövedelmeket a teljesítménymérés szolgálatába állítani. Ezért szükségünk van a jövedelem koncepciójának kollektivista kiterjesztésére. A kollektíva – melynek együttes jövedelmét keressük – meghatározásához a vállalatok értelmezéséhez tartozó koalíciós elméletre támaszkodunk. A koalíciós elmélet alapján a megbízóügynök kapcsolat egy olyan koalícióként fogható fel, amely összefogja mindazon természetes és jogi személyeket, akik a koalícióval közvetlen kapcsolatba kerülnek.² A koalíció gyakorlati értelemben történő megjelenése nem más, mint egy tulajdonos és egy menedzser által alkotott vállalat, vagy egy hitelező és egy vállalat tranzakcióinak összessége.

A továbbiakban tehát a megbízó és ügynöke által alkotott koalíció által termelt jövedelmeket és azok elosztását vizsgáljuk. A kollektivisták jövedelemértelmezéséhez erős elméleti bázist nyújtanak a számvitelben használatos gyakorlatias megfogalmazású globális jövedelemkategóriák.

Vizsgáljuk meg ezután a számvitel által értelmezett kollektivisták szemléletű jövedelem fogalmát.

„A számvitel a jövedelmet tradicionálisan az üzleti tevékenységből származó többletként definiálja, ami az üzleti működés pénz-áru-pénz ciklusából adódik, az üzleti árbevétel és a releváns költségek periodikus illesztésével. A számvitel eszerint az üzleti entitás és annak gazdasági tevékenysége értelmében beszél vállalkozói jövedelemről, egy meghatározott időszakra vonatkozóan (Bélyácz, 2002: 742. o.).

Számviteli értelemben tehát a jövedelem nem más, mint az időszak eleji, illetve időszak végi vagyoni értékének különbsége.³ Az R jövedelem a vállalkozás nettó eszközeiben lezajlott mozgással mutatható ki.

$$R_T = I_t - I_{t-1} \quad (6)$$

A megbízó és az ügynök kapcsolata – mint koalíció – érdekei több területen is eltérnek. Egy ilyen területnek számít a koalícióból⁴ származó R jövedelem meghatározása.

Ez a feladat nem lenne bonyolult, ha a koalíció tevékenysége belátható időn belül, mondjuk egy gazdasági év alatt véget érne, és minden eszköze pénzformában jelenne meg, és a koalíció minden adósságát kifizette volna. Ebben az esetben a koalíció jövedelme a készpénzkészlet megszámlálásával és a kezdő készlettel való összehasonlítással lenne kiszámítható. A számviteli szakirodalomban ezt az elszámolást „*total*” vagy *teljes körű elszámolásnak* nevezik (Baricz, 1994). Ez az eljárás azonban azt feltételezné, hogy minden megvalósítandó feladat olyan belátható időn belül elvégezhető, mely során a megbízó nem igényelne – saját információs éhségét csökkentendő – különböző információkat a projekt állapotáról, az eddig elért jövedelmekről. Az időszak, amely elteltével a megbízó kíváncsi a koalíció jövedelmére, azonban nagyon rövid, ami az információs aszimmetriából eredő bizalmatlansággal magyarázható. Ezért egy folyamatosan vagy hosszabb távon működő koalíció esetében olyan „teljes körű elszámolás” megvalósítására csak a koalíció megszűnésekor van lehetőség. A megszűnés hátterében olyan esetek állhatnak, amikor az adott projekt céljait a koalíció maximálisan kielégítette, vagy például a koalíció tagjai úgy határoznak, hogy nem kívánják az adott projektet továbbvinni, megvalósítani. Ez utóbbi esetben a projekt jövedelme L likvidációs érték lesz,

amelyet a koalíció felszámolásakor határoznak meg. Ezen az L likvidációs értéken osztozik majd a megbízó és az ügynöke, kezdeti megállapodásuk értelmében.

Tehát egy folyamatosan működő, hosszú távú célokkal rendelkező koalíció esetében az úgynevezett teljes körű elszámolás csak speciális esetekben valósítható meg. Azonban a megbízó megpróbálja az ügynöknel felhalmozódott információkat valamilyen módon megismerni, hogy csökkentse a kettőjük között létrejött információs aszimmetriát. Az információs aszimmetriából a megbízónak rendszerint hátránya származik, mivel döntései megalapozásához az információk hiánya miatt nem képes minden körülményt megfelelően figyelembe venni. A megbízónak a projekt állapotára vonatkozóan két lehetősége van az információkhoz való hozzájutásra.

Az első lehetőség, hogy a hosszú időszak alatt folyamatosan működő koalíció tevékenységét fel kell bontani olyan részfeladatokra, melyek esetében az úgynevezett teljes körű elszámolás megvalósítható. Ennél a megoldásnál azonban figyelembe kell vennünk azt, hogy a hosszú időszak alatt megvalósítható feladatokhoz hosszú időszak alatt megtérülő befektetésekre, eszközökre van szükség, melyek nem bonthatók fel kisebb részekre, mint maga a projekt. Ilyen eszköz lehet például egy bányagép, mely feltehetően 30 évig szolgálja a koalíció tevékenységét. Egy ilyen eszköz vagy befektetés esetében nem oldható meg a részekre bontás, valamint a részek teljes körű elszámolásának megvalósítása. Tehát az információs aszimmetria ilyen módon való csökkentése csak igen korlátozottan alkalmazható a gyakorlatban.

A másik lehetőség a megbízó információs hátrányának csökkentésére, hogy a folyamatosan működő koalíciós tevékenységet olyan diszkrét időszakokra bontjuk, amelyekre megpróbáljuk megbecsülni azt a vagyoni változást, amelyhez a teljes körű elszámolás elvégzése esetén jutnánk. Ezeket a diszkrét időszakokat beszámolási időszakoknak nevezzük.

A diszkrét beszámolási időszakok kezdeti vagyoni nagyságát I_{t-1} -el, míg a beszámolási időszak végi vagyoni nagyságát I_t -vel jelöljük. A két időpont vagyoni nagysága közti különbséget⁵ pedig R jövedelmeként definiáljuk.

Azonban a hosszú időszak alatt megtérülő eszközök egymástól rövid távolságra lévő időpontokban történő értékelése korántsem könnyű feladat. Maga az érték megállapítása a dolog egyediségének és összetettségének természetéből fakadóan bizonytalanságokat hordoz.

A diszkrét időszakokra vonatkozó vagyonerőtelék és jövedelmek meghatározásához a számvitelben több globális jövedelemkategóriát használnak. Ezek a va-

gyonértékek egy olyan pillanatfelvételnél tekinthetők a koalíció folyamatos működésében, mely pillanatfelvételek különbségeként meghatározható a koalíció jövedelme a diszkrét időszakokra vonatkozóan. Ez a vagyonnál készített pillanatfelvétel (értékelés) azonban többféle elv figyelembevételével készülhet. A különböző értékelési elvek alkalmazásával azonban ugyanarra a vagyona, ugyanabban az időszakban különböző vagyonértékek, ennek következtében különböző jövedelmek mutathatók ki. Az elmélet alapfeltevése az, hogy a különböző időszakokban kimutatott $R_{al,n}$ vagyonzávltozások összegének meg kell egyeznie az R_T teljes körű elszámolás alkalmazása esetén kimutatott jövedelmekkel. Azaz igaznak kell lenni, hogy:

$$R_T = R_{a1} + R_{a2} + R_{a3} + \dots + R_{an} \quad (7)$$

Ahol az $(1, 2, 3, \dots, n)$ a beszámolási időszakok sorszámát jelöli.

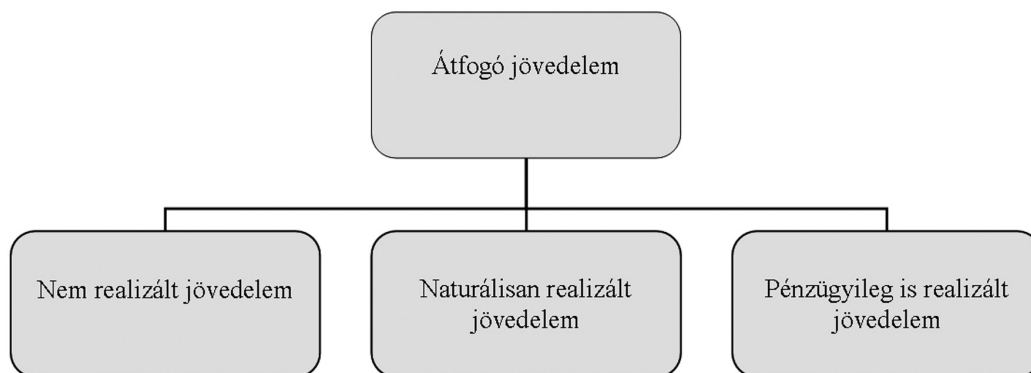
A különböző vagyonértékelési eljárások alkalmazásával meghatározott R_{1-n} időszakai jövedelmek egy lehetséges csoportosítását az 1. ábra szemlélteti.

Naturális realizáció esetén egy vagyonzávltozás értéke akkor válhat a jövedelem részévé, ha egy eszközcsere kapcsán az ügyletben szereplő cserepartner elismeri a koalíció által nyújtott természetes teljesítést, és vállalja az ellenérték rendezésének kötelemét. Ilyen esemény például a koalíció szempontjából egy eszközértékesítés, mely kapcsán a változás abban az esetben mutatható ki a koalíció vagyonának értékében, ha a természetes teljesítés megtörtént, azaz a cserepartner birtokba került az adott eszköz, valamint a birtokba adás után az adott eszköz birtoklásából eredő kockázatok viselése is a vevőre száll, az ellenérték megfizetésének kötelemével együtt.

Pénzügyi realizáció esetén egy vagyonzávltozás értéke akkor válhat a jövedelem részévé, ha egy eszközcsere kapcsán az ügyletben szereplő másik cserepartner elismeri a koalíció által nyújtott természetes teljesítést, és az ellenértéket természetesen is a koalíció rendelkezésére bocsátja. Ilyen esemény például a koalíció szempontjából egy eszközértékesítés, mely kapcsán a változás abban az esetben mutatható ki a

1. ábra

A számviteli jövedelem csoportosítása



Az 1. ábrán látható jövedelemkategóriák megkülönböztetése a vagyonzávltozás és a realizációs elv kapcsolatán alapszik.⁶ A realizációs elv határozza meg, hogy a koalíció I vagyonában bekövetkezett mozgások melyike vehető figyelembe tényleges vagyonzávltozásokként, azaz jövedelemként az időszak során. Másképpen megfogalmazva, megbízó és ügynök koalícióját vizsgálva, a realizációs elv alkalmazása arra ad választ, hogy az időszak során végbement vagyonzávltozások értéke – melyek ügynöki teljesítménynek is tekinthetők – milyen feltételek mellett válhatnak az időszak végi vagyona, s ezáltal a koalíció jövedelmének részévé.

A realizációs elv alapvetően két formában jelenhet meg a vagyonzávltozások figyelembevételénél: *pénzügyileg realizált* és *naturálisan realizált* szemléletben.

koalíció vagyonában, ha a természetes teljesítés megtörtént, azaz a cserepartner birtokba került az adott eszköz, valamint a birtokba adás után az adott eszköz birtoklásából eredő kockázatok viselése is a vevőre száll, és az ellenértéket a koalíciós partner számára megfizeti.

Abban az esetben, ha egy vagyonzávltozás nem a realizációs elv szabályain alapszik, akkor beszélünk *nem realizált* vagyonzávltozásról vagy jövedelemről. Ebben az esetben, a vagyonzávltozás figyelembevételekor, elegendő megfigyelni a koalíció környezetében zajló cseréket vagy egyéb eszközjellemzőket, majd ezek alapján becsüljük meg, vajon mekkora értékváltozás is mehetett végbe a koalíció vagyonában $t-1$ időponttól t időpontig.

A realizációs elv és az egyes vagyonsvltzások összekapcsolása után határozzuk meg az egyes jövedelmek kategóriák pontosabb tartalmát:

Nem realizált jövedelem: olyan R_m jövedelem, melyet az időszak során megtermelt, vagy már meglévő teljesítmények várható piaci ellenértékének, és ezen teljesítmények létrehozása érdekében felhasznált erőforrásoknak a különbsége alkot. Másképpen megfogalmazva, a nem a realizációs elv alapján létrejövő R_m jövedelem az I_t^m nem a realizációs elv alapján értékelt vagyon t és $t-1$ időpontok közötti különbségéből származik. Azaz:

$$R_m = I_t^m - I_{t-1}^m \quad (8)$$

vagyis

$$R_m = Inc_m - Ex_m \quad (9)$$

Ahol:

Inc_m az adott időszak során létrehozott vagy meglévő eszközök várható piaci ellenértéke,

Ex_m pedig az időszak során létrehozott, vagy meglévő Inc_m eszközökkel kapcsolatban felhasznált erőforrások értéke.

Naturálisan realizált jövedelem alapkonceptiójának kidolgozása Schmalenbach nevéhez fűződik.⁷ Az R_r realizált jövedelem, az időszak során naturálisan kibocsátott, külső fél által elismert teljesítmények, valamint a kibocsátott teljesítményekhez felhasznált erőforrások különbsége.

Másképpen megfogalmazva, a realizációs elv alapján létrejövő R_r jövedelem az I_t^r realizációs elv alapján meghatározott t és $t-1$ időpontok közötti vagyonsvltzások eredményeképpen jön létre. Tehát

$$R_r = I_t^r - I_{t-1}^r \quad (10)$$

vagyis

$$R_r = Inc_r - Ex_r \quad (11)$$

Ahol:

Inc_r az adott időszak során kibocsátott naturális teljesítmények, eszközök külső fél által elismert értéke,

Ex_r pedig az időszak során kibocsátott – külső fél által elismert – Inc_r teljesítményekhez, eszközökhöz felhasznált erőforrások értéke.

Pénzügyileg is realizált jövedelem az a jövedelmek kategória, amely a naturális realizációs elvre épít, azonban a vagyonsvltzások realizációi szigorúbb feltételekhez kötöttek. A pénzügyileg is realizált jövedelmek kategóriában a vagyonsvltzás létrejöttéhez nem elegendő csupán annyi, hogy a csere tényét és értékét egy külső fél elismerje, és az ellenérték rendezését megígérje, hanem az is követelmény, hogy az adott ellenértéket rendezze. Az R_f realizált jövedelem, az időszak során naturálisan

kibocsátott, külső fél által elismert és ellenértékükben is rendezett teljesítmények, valamint az ezekhez felhasznált erőforrások különbsége.

Másképpen megfogalmazva, a pénzügyi realizációs elv alapján létrejövő R_f jövedelem az I_t^f pénzügyi realizációs elv alapján meghatározott, t és $t-1$ időpontok közötti vagyonsvltzások eredményeképpen jön létre, azaz

$$R_f = I_t^f - I_{t-1}^f \quad (12)$$

vagyis

$$R_f = Inc_f - Ex_f \quad (13)$$

Ahol:

Inc_f az adott időszak során kibocsátott naturális teljesítmények külső fél által elismert, és ellenértékükben rendezett értéke,

Ex_f pedig az időszak során kibocsátott – külső fél által elismert és ellenértékükben rendezett – I_t^r teljesítményekhez felhasznált erőforrások értéke.

Tehát a koalíció I vagyonának, a realizációs vagy egyéb értékelési elvek alapján meghatározott változásainak összessége alkotja az időszakai R_a átfogó jövedelmét. Ez az R_a átfogó jövedelem áll R_m nemrealizált, R_r naturálisan és R_f pénzügyileg is realizált jövedelmrészekből. Ezekre a jövedelmrészekre igaz, hogy:

$$R_a = R_m + R_r + R_f \quad (14)$$

és

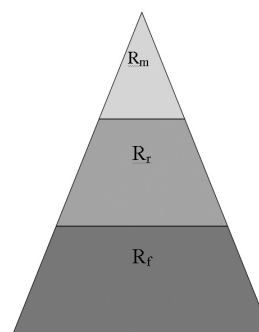
$$R_T = R_{a1} + R_{a2} + R_{a3} + \dots + R_{an} \quad (15)$$

Ahol az $(1, 2, 3, \dots, n)$ a beszámolási időszakok sorszámát jelöli.

Az előzőekben ismertetett jövedelmek kategóriák a különböző szinteken értelmezett realizációs elvek mentén jól elkülönülnek egymástól. A megtermelt nem realizált jövedelemtől indulva érezhetően szűkül azoknak a vagyonsvltzásoknak a köre, amelyek figyelembe vehetőek az egyes jövedelmek kategóriák által meghatározott vagyonsvltzások esetén. Ezt az úgynevezett szűkülést szemlélteti a 2. ábra.

2. ábra

Az egyes jövedelmek kategóriákban megjelenő vagyonsvltzások köre



A 2. ábra tehát azt szemlélteti, miként csökken a vagyonsvltzozsksknt, s ezáltal jvedelemknt figyelembe vehet gazdasgi esemnyek kore a megbizo s sagnoke által alkotott koalicio életben. Ez a csokkenes azonban csak a vagyonsvltzozsksknt figyelembe vehet gazdasgi esemnyek lehetosegeit tartalmazza. Elkepzelhetok azonban olyan gazdasgi idoszakok, amikor a penzugiileg is realizalt teljesitmenyek meghaladjak a nem realizalt teljesitmenyekbol szarmazo vagyonsvltzozskskat.

A kulonbozo realizacios szintek mellett meghatározott jvedelmekre igaznak kell lenni, hogy:

$$R_T = R_{m1} + R_{m2} + R_{m3} + \dots + \dots R_{mm} \quad (16)$$

és

$$R_T = R_{r1} + R_{r2} + R_{r3} + \dots + \dots R_{rm} \quad (17)$$

és

$$R_T = R_{f1} + R_{f2} + R_{f3} + \dots + \dots R_{fn} \quad (18)$$

Ahol az (1, 2, 3, ...n) a beszámolási időszak sorszámát jelöli.

A kulonbozo realizacios szintek alapján meghatározott jvedelemkategóriák bármelyikének teljes idoszaki osszegének meg kell egyezni az adott projekt teljes körü elszámolása esetén nyert R_T jvedelemmel, mivel a projekt teljes körü elszámolása esetén már csak a szetosztandó penzeszközzel rendelkezik a koalicio.

Nézzük meg ezután milyen hatással van a realizacios elv egyes szintjeinek megjelenése, (vagy épp megjelenése) az sagnöki teljesitmeny méréseinek megbizhatóságára.

Az egyes jvedelemkategóriák megbizhatósága

A megbizo s sagnoke által alkotott koalicio muködesorán tehát az sagnök teljesitmenyét próbáljuk összekötni – teljes körü elszámolás-megvalósíthatóság híján – egy adott realizacios szint mellett értelmezett eredménykategóriával. A teljes körü elszámolás megvalósíthatatlansága és az információs hátrányban lévő megbizo információs igényei kielégítése miatt szükség van a koalicio muködesének teljes időtartamát, diszkrét idoszakokra bontva, önkényesen kialakított jvedelemkategóriákkal összekapcsolni. Ez a jvedelemkategória szolgálhatja, az sagnök teljesitmenyének meghatározását, a megbizo információs igényeinek megfelelően. A következőkben az egyes jvedelemkategóriákat aszerint próbáljuk bemutatni, vajon az általuk hordozott információ mennyire tükröz valós teljesitmenyt, mennyire objektív és mekkora erőfeszítés árán befolyásolható, manipulálható.

A nem realizált jvedelem megbizhatósága

A nem realizált eredmény fogalma az úgynevezett statikus vagyonsvltzozsks elméletéhez köthető. Ezen elméletek célja, hogy egy adott pillanatban pontosan meghatározza annak az I_t vagyonsvltzozsksnak a nagyságát, amellyel egy koalicio rendelkezik. Ennek a célnak egy hozadéka, hogy két kulonbozo időpontban mért I_t és I_{t-1} vagyonsvltzozskskülönbsége nem más, mint az R_m jvedelem. A t és a $t-1$ időpontokat az egyes diszkrét idoszakok zárasi időpontjaként értelmezzük, azaz olyan forduló időpontok, melyek után bekövetkezett gazdasgi esemnyek már a következő diszkrét beszámolási idoszakot kell, hogy érintsék. A kulonbozo naturális formákban megjelenő I vagyonsvltzozsks t és $t-1$ időpontbeli értékei a – realizacios elv figyelmen kívül hagyásával – a következő értékelési eljárásokkal határozhatók meg⁸:

Fordulónapi áron történő értékelés

Ezt az értékelési elvet használva, a kulonbozo vagyonsvltzozsks elemeket olyan fiktív árak alapján értékelik, amelyeket az értékelés pillanatában a koalicio környezetében megfigyelhető árakból vezetnek le. Az árak azonban kulonbozoek lehetnek, attól függően, hogy a koalicio milyen pozícióból próbálja meghatározni a birtokában lévő eszközök árát. Ugyanis az árak meghatározhatók úgy, mintha a koalicio a már meglévő eszközt az adott pillanatban pótolni szeretné, illetve úgy is, mintha a már meglévő eszközt értékesíteni szeretné. Tehát az eszköz utánpótlási ára az az ár, amelyért a meghatározott t időpontban az eszköz beszerezhető lenne, az eladási ár pedig az az ár, amelyért a koalicio birtokában lévő eszköz értékesíthető lenne.

Dewatripont és Tirole megmutatják, hogy a piaci értékítélet bár objektivitást jelenthet, azonban a vagyonsvltzozsks értékének volatilitásához vezet. (Dewatripont – Tirole, 1994) A fordulónapi áron történő értékelés hitelességével kapcsolatban azonban több kérdés is felmerülhet. Vajon található-e a koalicio környezetében olyan eladásra kínált, vagy éppen megvételre keresett eszköz, amely a koalicio birtokában van? Ha található lenne ilyen eszköz, vajon az információs hátrányban lévő megbizo megbizik-e az sagnök által megállapított árakban, és az árak alapján végrehajtott I vagyonsvltzozsks t időpontbeli értékének valódiságában?

Jövöbeli pénzáramlások jelenértékei alapján történő értékelés (DCF)

Az értékelés során az egyes vagyonsvltzozsks tárgyak birtoklásából szarmazo pénzáramlások felmerülésének jövöbeni időpontját és összegét próbáljuk megbecsülni, majd a kulonbozo jövöbeni időpontokban felmerülő becsült

pénzáramlásokat számoljuk át a t időpontbeli jelenérté-
kükre. Ezeknek a jelenértékeknek az összege adja az I
vagyon t időpontbeli értékét.

Az eljárás alkalmazása során mind a jövőbeni pénz-
áramlások, mind pedig az időérték meghatározásához
használt diszkonttényező becslésen alapszik. Az infor-
mációs hátrányban lévő megbízó tehát még a legna-
gyobb energia befektetése mellett sem bizonyosodhat
meg a számított vagyon értékének valódiságáról.

A bemutatott értékelési eljárásokon kívül számos más
– nem a realizációs elven nyugvó – értékelési eljárással
meghatározható az I vagyon t időpontbeli értéke. Az imént
ismertetett értékelési eljárások során a vagyon értékéhez
– joggal feltételezhetően – pontatlan számok szorzása, il-
letve osztása során jutunk. Bródy az ilyen műveletekről
a következőket említi: „...a pontatlanság relatív mértéke
rendkívül megnő, ha nagyságrendileg egyező (pontatlan)
számokat vonunk ki egymásból, vagy ha viszonylag ki-
csiny (pontatlan) tényezővel osztunk. Csupán az össze-
adások azok, amelyek esetén a relatív pontatlanság nem
növekszik s az elszigetelt szorzások, ahol a relatív pontat-
lanság csak kevéssel nő.” (Bródy 1990: 524. o.)

Bródy kifejti továbbá, hogy eleve kétkedéssel kell
fogadnunk az olyan számítási eredményeket, amelyek-
hez osztás vagy sok egymás utáni szorzás során jutunk.
Ha az eredmények nem állíthatók elő egyszerű összeg-
zések és elszigetelt szorzások eredményeképpen, akkor
kevés bizalmunk lehet az eredményeket, vagy akár a
modellt illetően, amely a műveletek elvégzésére kény-
szerít. Ezért a legtöbb ökonometriai modell állításait
is óvatosan kell kezelni. Az ilyen modellek szerzői
véltetően sohasem foglalkoztak a kiinduló adatok hi-
báival, és véltetően ennél is ritkábban végeztek ellen-
őrző számítást, hogy a valószínű hibák és az ezekből
következő bizonytalanság lehetséges következményeit
feltárják (Bródy, 1990: 525. o.).

A nagyfokú bizonytalansággal meghatározható va-
gyonértékeket, és az ezekből származtatott jövedelmi
adatokat tehát joggal fogadhatja kétkedéssel a megbí-
zó. A vagyonértékek ellenőrizhetetlensége és a megbí-
zó és ügynöke között feszülő érdekellentét alapján a jö-
vedelmi adatok manipuláltsága sem kizárható. Ugyanis
„Hibával terhelt részletekből csak csalafintasággal le-
het pontos egészset előbűvészkedni” (Bródy, 1990: 525.
o.). Ezzel tehát azt is megmutattuk, hogy a jövedelem
befolyásolásához nem szükséges az ügynök részéről
különösen nagy energiabefektetés, mivel elegendő a
modell kiinduló adatainak apró manipulációja ahhoz,
hogy az ügynök számára kedvezőbb eredmény szüles-
sen. Az apró manipulációk léte még egyformán jól in-
formált feleket feltételezve is feltárhatatlan, nemhogy
információs aszimmetria esetén.

Azonban az így megvalósuló I vagyon értékelése
hordozza a legtöbb jövőre vonatkozó információt a
várható kilátásokról. A kérdés csupán annyi, hogy a
megbízó mennyire bízhat meg ezekben az ügynök ál-
tal szolgáltatott információkban. A kérdés másképpen
megfogalmazva úgy is értelmezhető, vajon mit ér az
információ, amelynek helyességéről még a közlője sem
tud teljesen megbizonyosodni.

*Magából az értékelési modellből következő nagyfo-
kú bizonytalanságok miatt a jól informált fél, azaz az
ügynök, képtelen olyan jelzéssel ellátni ezt a jövede-
lemkategóriát, amely a rosszul informált fél kételyeit
eloszlatja.*

A bizonytalan információkon alapuló vagyoni, jö-
vedelmi és teljesítményértékelés tehát nyilván a csele-
kedetek következményeit is bizonytalaná teszi.

A naturálisan realizált jövedelem

Ebben a jövedelemkategóriában az I vagyon t és $t-1$
időpontok közötti értékének meghatározása a realizá-
ciós elven nyugszik. Ennek értelmében az I vagyon-
ban csak olyan értékváltozás mutatható ki, amelyet egy
külső fél, egy cserepartner elismer. Ez azt jelenti, hogy
a koalíció I vagyonába bekerülő vagyontárgyak a beke-
rülési értékükön válnak a vagyon részévé, és az I össz-
vagyon értéke csak abban az esetben változhat, ha egy
vagyontárgy csere vagy egyéb úton kikerül a koalíció
birtokából, és a cserepartner egy – az eredeti bekerülési
értéktől – különböző pénzeszköz átadását *ígéri* az ere-
deti eszköz ellenében. *Ekkor a vagyonváltozás értéke
pénzösszegben megbízhatóan kifejezhető, ha a csere-
partner egy, a koalíciótól független fél, akinek érdeke,
hogy az adott vagyontárgy birtoklásához, a lehető leg-
kevesebb pénzeszköz elígéréssel hozzájusson.*

Ebben az eredménykategóriában már tükröződik
tehát egy a megbízó-ügynök koalíciótól független fél
értékítélete a vagyonváltozást illetően. Ez a független
értékítélet egy *természetes jelzésként, szignálként* is
felfogható. Ez a jelzés az információs hátrányban lévő
megbízót arról biztosítja, hogy a koalíció jövedelme,
azaz a megbízó és ügynök között szétosztandó jövede-
lem keletkezése nemcsak az ügynök értékítéletén alap-
szik, hanem ezt a jövedelmet vagy vagyonváltozást egy
külső fél hajlandó meg is fizetni számukra.

A nem realizált vagyonváltozáshoz képest a reali-
zált vagyonváltozás lényegesen megnyugtatóbb képet
festhet az ügynök számára a koalíció jövedelmét ille-
tően. Amennyiben az ügynöki teljesítmény értékelése
a naturál realizációs elven megállapított jövedelmen
alapszik, akkor az ügynök egy természetes jelölés-
sel ellátott jövedelemkategória alapján hozhatja meg
döntéseit.

A koalíció realizált jövedelmének természetes jelzése azonban mindössze arról biztosítja a megbízót, hogy a vagyonszerzéshez kapcsolódó cserében részt vevő külső fél hajlandó az ellenértéket a koalíció számára megfizetni. Azaz a keletkezett jövedelem a jelölés ellenére még mindig hordozza a cserepartner nemfizetési bizonytalanságát. Abban az esetben tehát, ha a realizált jövedelem alapján történik az ügynök teljesítményének megítélése, akkor az ügynök csak abban lesz érdekelt, hogy a koalíció részéről a természetes teljesítés megtörténjen, ezt a teljesítést a cserében részt vevő fél elismerje, azonban az ellenérték behajtása (rövid távon) az ügynöknek nem érdeke, mint ahogy az sem, hogy az ügynök erőfeszítéseket tegyen annak érdekében, hogy megismerje cserepartneri fizetési hajlandóságát. A gyakorlatban ennek a problémának a kiküszöbölésére alkalmazzák a kétes követelések értékvesztését, amely azonban egy a nem realizált⁹ jövedelem kategóriába tartozó vagyonszerzés, hordozva ezzel mindazokat a bizonytalanságokat, melyeket az előző részben kifejtettünk.

A realizált jövedelemről megállapíthatjuk tehát, hogy magában hordozza egy feltehetően külső, független fél jelzését a vagyonszerzés hitelességéről. Az ügynöknek természetesen ebben a jövedelemkategóriában is van lehetősége a vagyonszerzések manipulációjára, azonban lényegesen nagyobb energiabefektetés szükséges, mint a nem realizált jövedelem esetében.

Az ügynöknek tehát módjában áll az Inc bevételek és Ex ráfordítások rögzítési idejének befolyásolása. Az ügynöknek érdekében állhat bizonyos csere és értékesítés előrehozása, annak érdekében, hogy a cserehez kapcsolódó jövedelem még az adott beszámolási időszak jövedelmét gyarapítsa, ezáltal nagyobb ügynöki teljesítményről téve tanúbizonyságot. Ezek a manipulációk befolyásolják a koalíció, és egyben az ügynöki teljesítmény értékelését. Az ügynök érdekelt továbbá az Ex ráfordítások figyelembevételének elhalasztásában. Ilyen eset lehet például bizonyos hosszán megtérülő eszközök karbantartási ráfordításainak több időszakon belüli szétterítése, ezzel nem csökkentve az I vagyont, t és $t-1$ időszakban megvalósult értékváltozásait.

Ezenkívül számos módja létezik a vagyont relatív felértékelésének, még a realizációs elv alkalmazása mellett. Például az ügynök átadhat gyenge befektetéseket és tartozásokat a koalíció befolyása alá tartozó, ám elkülönülten működő más koalícióknak, nem csökkentve gyenge teljesítményű befektetésével saját I vagyont, illetve jövedelmét.

Az ügynöknek megvan a lehetősége arra is, hogy a koalíció különböző működési módjainak megválasztásával is befolyásolja a realizált jövedelmet. Például

az ügynök elhalaszthatja a karbantartásokat a hosszú élettartamú eszközök esetében, ezáltal nem csökkentve az időszaki jövedelmet. Az ügynöknek lehetősége van például időszak végi „roham” értékesítésre, irreálisan alacsony áron, csökkentve ezzel a koalíció teljes körű elszámolása mellett értelmezett R_T jövedelmet.

A megbízó morális kockázataként értelmezhetők az olyan esetek, amikor a cserepartner és az ügynök érdekei egybeesnek, mondhatni összejátszanak a megbízó kárára. Azaz az ügynök kevesebb pénzeszköz ellenében is hajlandó a csere tárgyát képező eszközt átengedni, mint normál csere körülmények között, ezáltal olyan B összegű privát haszonra téve szert, melyet a Tirole-modell alapján felírt ösztönzési korlát is tartalmaz.

A realizált jövedelemről tehát összességében elmondható, hogy bizonyos értékű jelzéssel rendelkezik a valóságát illetően. Ezenkívül az is megállapítható, hogy lényegesen több energia befektetést igényel az ügynök részéről a manipulálás, mint a nem realizált jövedelem esetében. Azonban ez a nagyobb hitelesség az ügynök jövőre vonatkozó várakozásairól nem képes informálni a megbízót.

A pénzügyileg is realizált jövedelem

Ebben a jövedelemkategóriában, az I vagyont t és $t-1$ időpontok közötti értékének meghatározása a pénzügyi realizációs elven nyugszik. Ennek értelmében az I vagyontban csak olyan értékváltozás mutatható ki, amelyet egy külső fél, egy cserepartner nemcsak elismer, hanem a csere ellenértékét is rendezi, azaz fizet. Ez azt jelenti, hogy a koalíció I vagyontába bekerülő vagyontárgyak a bekerülési értékükön válnak a vagyont részévé, és az I összvagyont értéke csak abban az esetben változhat a bekerülési értékhez képest, ha egy vagyontárgy csere vagy egyéb úton kikerül a koalíció birtokából, és a cserepartner egy – az eredeti bekerülési értéktől – különböző pénzeszköz átadásával ellentételezi a csereét. Ekkor a vagyontváltozás értéke pénzeszközben még megbízhatóbban kifejezhető, mint a természetes realizáció esetében, amikor is a vagyontváltozás kimutatásához elegendő volt a cserepartner ígérete az ellenérték megfizetésére vonatkozóan. Természetesen most is feltételezzük, hogy a cserepartner, a koalíciótól független fél, akinek érdeke, hogy az adott vagyontárgy birtoklásához, a lehető legkevesebb pénzeszköz átadásával hozzájusson.

Ebben az eredménykategóriában már nemcsak a megbízó-ügynök koalíciótól független fél értékítélete tükröződik de ez az értékítélet a cserepartner részéről annyira hiteles, hogy a vagyontváltozást, azaz a jövedelmet a koalíció számára meg is fizette. Ez a független értékítélet egy a természetes realizációtól is erősebb természetes jelzésként, szignálként is felfogható. Ez a jelzés az

információs hátrányban lévő megbízót arról biztosítja, hogy a koalíció jövedelme, azaz a megbízó és ügynök között szétosztandó jövedelem keletkezése nemcsak az ügynök értékítéletén, vagy a cserepartner ígéletén alapszik, hanem ezt a jövedelmet vagy vagyonváltozást egy külső fél meg is fizette a koalíció számára.

Ennél a jövedelemkategóriánál már nem értelmezhető az *Inc* időszaki bevételek rögzítési idejének manipulálása, mivel az ellenérték megérkezése vagy meg nem érkezése önmagában eldönti a kérdést.

Az ügynöknek ilyen jövedelemkategória mellett már érdekében áll az ellenérték beszédésére, illetve vevők fizetési hajlandóságának vizsgálatára hangsúlyt fektetni, mivel ennek hiányában képtelen teljesítményt felmutatni a megbízójának.

Ez a szigorúbb természetes jelzés sem képes megvédeni azonban a megbízót az ügynök olyan manipulációitól, melyek a realizált jövedelem esetében részletezett működési módok választásából adódnak.

Összességében a pénzügyileg is realizált jövedelemkategória már lényegesen nagyobb bizonyossággal mutatja az ügynöki teljesítményt, mint az előzőek. Az ügynöknek sokkal nagyobb energiabefektetésre van szüksége, hogy a jövedelmi információkat manipulálja, azonban még mindig vannak eszközei a jövedelem alakulásának befolyásolására.

Az egyes jövedelemkategóriák megbízhatóságának összefoglalása

Az előzőekben ismertetett, különböző realizációs szintek mellett értelmezett jövedelmek bizonytalanságait és a bizonytalanságok okait az 1. táblázat szemlélteti.

azaz a realizációs szintnek megfelelően hitelesítik a koalíció vagyonának értékváltozását. Tehát azokban a jövedelemkategóriákban, amelyekben megjelenik a realizációs elv, egy olyan vagyonérték-változást figyelhetünk meg, amelyet egy külső, a koalíción kívüli fél is elismer, míg a nem realizált jövedelem esetén a vagyonérték változása egy, a koalíciótól nem független becslésen alapul, magában hordozva a nem független értékítéletből adódó bizonytalanságokat.

Összefoglalás

A cikk bevezetőjében összefoglaltuk a megbízó-ügynök problémát jellemző kérdéseket, melyek közül talán legfontosabb az objektív teljesítménymérés. Ez a teljesítménymérés a teljes körű elszámolás alkalmazása esetén teljesülhetne, azonban a gyakorlatban, folyamatosan működő tevékenységek esetében, gyakorlatilag alkalmazhatatlan, mivel nem határozható meg a tevékenység befejezésének időpontja. A gyakorlatban ezért, a számvitel által meghatározott, és különböző realizációs szintek alapján értelmezett jövedelemkategóriákat használják az ügynöki teljesítmény mérésére. A nem realizált jövedelem hordozza a legtöbb jövőre vonatkozó információt, azonban a bizalmatlansággal jellemzett megbízó-ügynök kapcsolatban alkalmatlan a teljesítmény mérésére a szubjektivitása és manipulálhatósága miatt. A természetes értelemben realizált jövedelem már lényegesen objektívebben meghatározott vagyonváltozásokból épül fel. A realizált vagyonváltozásokat tehát a megbízó és ügynöke által alkotott koalíciótól független felek jelzésekkel látják el, ezzel növelve a jövedelem objektivitását és csökkentve a manipulálhatóságát. Ez

1. táblázat

A jövedelemkategóriák és a bizonytalansági szintek

Sorszám	Megnevezés	Bizonytalanság foka	Bizonytalanság oka
1	Nem realizált jövedelem	Nagy bizonytalanság	A vagyonváltozás csupán becslésen, közelítésen alapul, amely gyakorlatilag ellenőrizhetetlen.
2	Realizált jövedelem	Kisebb bizonytalanság	A csere és ezáltal az értékváltozás elismert, azonban az ellenérték pénzügyi realizálása továbbra is csak „remény”.
3	Pénzügyileg realizált jövedelem	Alacsony bizonytalanság	Amit a külső fél természetes teljesítésként elismert, azt pénzügyileg is rendezte. Azonban az ügynök a működési módok megválasztásával továbbra is képes a jövedelem manipulálására.

A táblázatból jól látszik, hogy a realizációs elv alkalmazásával a koalíción kívüli felek egy hitelességet biztosító jelzéssel látják el a koalíció jövedelmét,

a jelzés annyira megbízható, mint amennyire megbízható a cserepartner ígéréte az ellenérték megfizetésére. A pénzügyileg is realizált jövedelem esetében azonban

minden kétséget kizáróan meggyőződhetünk a vagyonváltozás mértékének hitelességéről, mivel a független cserepartner nemcsak elismerte, de meg is fizette a koalíció számára az elismert jövedelmet. A realizációs elv valamely szintje alapján értelmezett vagyonváltozások tehát *természetes jelzésekkel* vannak ellátva, melyek csökkentik a megbízó és ügynöke között kialakult bizalmatlanságot, és a teljesítménymérést objektív, kevésbé manipulálható alapokra helyezik. Ezek az alapok jó kiindulópontként szolgálhatnak a különböző ügynökösztönzési rendszerek felépítéséhez.

Lábjegyzet

* Köszönjük azoknak, akik építő kritikáikkal segítették a cikk elkészítését.

¹ Az Rp a megbízó (az angol principal-ből jön), az Ra az ügynök jövedelmét jelöli (mint az angolul agent szó). Ezen jelölés a megbízó-ügynök fogalom általánosabb használatára is enged következtetni. Tirole az R_i és R_b jelölést használja, mint hitelező és hitelfelvevőnek jutó jövedelem.

² A koalíciós elmélet részletes kifejtését lásd Baricz (1994: 12. o.).

³ A kérdés csak az, hogy mit tekintünk vagyonnak, és azt hogyan értékeljük.

⁴ A koalíciós elmélet részletes kifejtését lásd Baricz, (1994: 20. o.)

⁵ Vagyongyarapodás, amely természetesen nem tőkeemelésből származik.

⁶ Az egyes jövedelemkategóriák tartalmának részletes kifejtését lásd (Bosnyák, 1996).

⁷ Részletesen lásd Baricz (1994).

⁸ Az értékelési eljárások részletes kifejtését lásd Baricz (1994: 70. o.).

⁹ Egyes szerzők az értékvesztést a realizált jövedelemkategória részének tekintik, azonban megállapításának természete miatt itt a nem realizált jövedelemkategóriába soroltuk.

Felhasznált irodalom

Baricz R. (1994): Mérlegtan. Aula Kiadó, Budapest

Bélyácz I. (2002): Adalékok a gazdaságelméleti amortizáció tartalmának tisztázásához. Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 741–759. o.

Bodó P. (1996): Az ügynökprobléma néhány aspektusa az átmeneti gazdaságban. Közgazdasági Szemle, XLIII. évf., 321–362. o.

Bosnyák J. (1996): A cash flow számítás elmélete és gyakorlata. Doktori disszertáció, Budapest

Bródy A. (1990): Mennyi az ennyi? Bevezetés a gazdasági mérés elméletébe. Közgazdasági Szemle, XXXVII évf., 5. sz. 521–537. 1. o.

Dewatripont, M. – Tirole, J. (1994): The Prudential Regulation of Banks. MIT Press, Cambridge

Friebel, G. – Guriev, S. (2005): Earnings manipulation and incentives in firms. Mimeo, IDEI, Toulouse, and New Economic School, Moscow

Gömöri A. (2001): Információ és interakció. Bevezetés az információs aszimmetria közgazdasági elméletébe. Typotex, Bp.

Hicks, J.R. (1978): Érték és tőke. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Merchant, K. (1989): Rewarding Results: Motivating Profit Center Managers. Harvard Business School Press, Boston

Ronen, J. – Sadan, S. (1981): Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications. Addison-Wesley, Reading

Tirole, J. (2006): The Theory of Corporate Finance. Princeton University Press, New Jersey

Cikk beérkezett: 2009. 7. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2009. 8. hó

E SZÁMUNK SZERZŐI

Dr. Mészáros Tamás, kandidátus, egyetemi tanár, rektor, Budapesti Corvinus Egyetem; **Fehér János**, PhD, tanszékvezető egyetemi docens, Szent István Egyetem; **Hortoványi Lilla**, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem; **Némethné Pál Katalin**, kutatásvezető, GKI Gazdaságkutató Zrt; **Kaliczka Nándor**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem; **Naffa Helena**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dörnyei Krisztina**, PhD-hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Mitev Ariel Zoltán**, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Nyiry Attila**, ügyvezető igazgató, NORRIA Észak-Magyarországi Regionális Innovációs Ügynökség