

HAVRAN DÁNIEL

## Schumpeter a tőkepiacon

### Schumpeter finanszírozási elméletének fejlődése és életrajzi vonatkozásai

A tanulmány Schumpeter finanszírozási elméletének fejlődését vizsgálja. Schumpeter 1921 és 1924 között a Biedermann Bank elnökeként tevékenykedett, s ebben az időszakban a bank működését egyáltalán nem nevezhetjük sikeresnek. A szerző röviden bemutatja azt a Schumpeter által leírt finanszírozási problémát, amelyben a bankár vásárlóerő-teremtéssel nyújt hitelt a vállalkozó innovációjának finanszírozásához; majd megvizsgálja, hogy a bankárként eltöltött időszak mennyiben befolyásolta Schumpeter gondolkodását a finanszírozás kérdését megragadó elképzeléseiben. Kijelenthető, hogy Schumpeter több ponton is felülvizsgálta első megfigyeléseit, és későbbi érveléseibe gyakorlati bankismereteit is beépítette. A tanulmány röviden összeköti a vizsgált fogalmakat mai változataikkal és értelmezésükkel is.\*  
Journal of Economic Literature (JEL) kód: B15, N24, O30, G21, G24.

### Bevezetés

A tanulmány Joseph Alois Schumpeter finanszírozási elméletének megértéséhez nyújt adalékokat. Schumpeter finanszírozási elméletében – amely a korábban gyakran alkalmazott statikus szemléletmód helyett a vállalkozásokat dinamikájukban ragadta meg – a vállalkozásoknak az új, jövedelmezőnek ítélt projektek elindításához, működtetéséhez tőkére van szükségük. Amennyiben a vállalkozásoknak nincs elegendő belső megtakarításuk, külső forráshoz kell fordulniuk, a finanszírozót pedig a projekt várható sikerességével lehet meggyőzni. A finanszírozó intézmények által nyújtott forrás segítségével felgyorsítható a vállalkozás növekedése, nem kell megvárni, hogy évek alatt gyűljön össze a beruházáshoz elegendő belső megtakarítás. A finanszírozás formájának – amelyen általában érthetünk banki hitelezést, részvénykibocsátást, kereskedelmi hitel nyújtását vagy kockázatitőke-finanszírozást is – hatása a vállalatok

\* A tanulmány a *Madarász Aladár* 70. születésnapja alkalmából rendezett konferencián elhangzott előadás alapján készült. A szerző köszöni az ünnepeltnek a szöveg formálásához nyújtott megjegyzéseit, kiegészítéseit. Minden esetlegesen fennmaradó hibáért kizárólag a szerzőt illeti felelősség.

növekedésére, illetve beruházási tevékenységére a mai napig fontos elméleti, empirikus és gazdaságpolitikai kérdés.

Bár az elemzés elmélettörténeti jellegű, szemléletét inkább a mai modern pénzügyi közgazdaságtani megközelítés jellemzi. A mai pénzügyi tanulmányok ritkán teremtik meg a kapcsolatot a korábbi gondolkodókkal, pedig Schumpeter még azt vallotta, hogy az empirikus és az elméleti megközelítés mellett a történeti megközelítés egyenrangú társa a gazdasági vizsgálódásoknak. Schumpeter finanszírozásról alkotott gondolatai megfigyelhetők a mai megközelítésekben is. Magyar nyelven közgazdasági jellegű munkákban elsősorban Schumpeter vállalkozóelméletéről olvashatunk, kiemelhető például Rimler Judit, Kapás Judit vagy Madarász Aladár írása, illetve egy rövidebb anyag Somogyi Ferencről (*Rimler* [1998], *Kapás* [2000], *Madarász* [2014], *Somogyi* [2010]). Schumpeter életrajzi vonatkozásait Madarász Aladár magyar és angol nyelven is közölte (*Madarász* [1980a], [1980b]). E tanulmány a Schumpeter finanszírozási elméletéről szóló diskurzusban lévő űrt kívánja betölteni.

Négy kérdést vizsgálunk a finanszírozási elmélettel kapcsolatosan.

1. Hogyan körvonalazható Schumpeter finanszírozási elmélete, vagyis a bankár „vásárlóerő-teremtése”, amelyet a szerző az innováció előfeltételeként azonosít? Kísérletet teszünk a fogalom (szubjektív) meghatározására, amelyet majd a későbbi elemzés során használunk.

2. Mi jellemezte Schumpeter életének azon állomását, amikor a finanszírozási elméletet a gyakorlatban alkalmazta? A kérdés megválaszolásához azokat az életrajzi részleteket mutatjuk be, amelyek hozzájárulhattak a finanszírozási elmélet megalapozásához. Joseph Alois Schumpeter a közép-európai régióban született és pályája korai szakaszában itt tevékenykedő elméleti tudós, valamint gyakorlati közgazdász is volt. Ismeretes, hogy Schumpeter közel három éven át a Biedermann Banknál elnöki tisztséget is viselt. Ezen időszak tapasztalatait gyűjtjük össze, és röviden értékeljük ezeket az éveket.

3. Mennyiben hatottak Schumpeter eszméire a bankárként eltöltött évek? Nem minden tudósnak adatik meg, hogy egy bankház elnöke legyen. Sorra vesszük Schumpeter néhány, 1926 után keletkezett jelentősebb munkáját, ahol a finanszírozási elmélet valamilyen formában újra megjelenik.

4. Milyen formában találjuk meg ma a schumpeteri finanszírozási elmélet elemeit? Itt a kapcsolódó mai problémák felvázolására vállalkozunk, szemezgetve a legfontosabb aktuális kérdések és viták közül, elsősorban a vállalati pénzügyi megközelítést alkalmazó tanulmányokra koncentrálva.

## A schumpeteri finanszírozási elméletről

Hitelezéssel kapcsolatos nézeteit Schumpeter már az 1911-es születésű és 1912-ben kiadott – A gazdasági fejlődés elmélete című – könyvében is megfogalmazta (*Schumpeter* [1912]). A könyvet később átdolgozta, magyarul a későbbi, többször átírt, az 1926-ban kiadott német nyelvű változaton alapuló 1934-es angol nyelvű kiadásának fordítása jelent meg (*Schumpeter* [1980]). Ez utóbbi műben az

eredetiben szereplő hetedik fejezet már nincs benne, amelyet Schumpeter azon megfontolás miatt hagyott el, hogy a fejezet tágabb perspektívájú kitekintése ne vonja el a figyelmet a többi rész gazdaságelméleti kérdéseiről. Bár kissé átszerkesztett változatban, mindkét kiadás második fejezetében megtalálható a finanszírozási folyamat leírása.

Ebben Schumpeter szembeállítja a gazdasági körforgás statikus és „dinamikus” szemléletét,<sup>1</sup> majd az utóbbin keresztül ismerteti nézeteit a gazdasági fejlődésről, a vállalkozók, valamint az azokat finanszírozó bankárok érdekalapú kooperációjáról. E fejezetben fejti ki a vállalkozó és a bankár kapcsolatát is.

A gondolatmenet kiindulópontja a fejlődés, amelyet az jellemez, hogy a vállalkozó tevékenységének köszönhetően lehetővé válik új javak előállítás, új termelési eljárás bevezetése, új elhelyezési lehetőség megnyitása, nyersanyagok vagy félkész áruk új beszerzési forrásának meghódítása, új szervezetek létrehozása (Schumpeter [1980] 111. o.).

A fejlődéshez, új tevékenységekhez tőke kell, amely általában nem áll közvetlenül rendelkezésre. Ezért a leggyakrabban a vállalkozások hitelszerződés keretében juthatnak a szükséges pénzhez. Ebben az értelemben Schumpeter a hitelt az innováció előfeltételének tekinti. A hitelnyújtással a bankár a „semmiből” vásárlóerőt teremt azáltal, hogy a vállalkozó hozadék lehetőségét magában rejtő innovációját finanszírozza. Schumpeter hangsúlyozza, hogy a bankár nem kereskedik a „vásárlóerő” nevű áruval, hanem teremti azt. A vállalkozót a piac császáráként, a bankárt a piac „ephoroszaként”, vagyis – az ókori Spártára utalva – a piacot felügyelő főhivatalnokként jellemezte. Az idézett művekben csak az innovációt segítő beruházásokra szóló hitelekre koncentrál Schumpeter – ez szükséges ugyanis a fejlődéshez a kifejtett gondolatmenet szerint.

Schumpeter e gondolatrendszerén belül a tőke kamatát az innováció hozadékával magyarázza, amivel szembekerült neves bécsi professzorának, Böhm-Bawerknek a kamatelméletével. Böhm-Bawerk a kamat funkcióját azzal határozta meg, hogy „a választott termelési kerülő utat a megtakarítás keretei között tartsa” (Mátyás [2003] 27.o.).

Az általa leírt folyamatban három fontos fogalom is tetten érhető.

1. A finanszírozás mozzanatát a termelési körfolyamatban helyezi el. Az egyik egyensúlyból a másikba való eljutás előfeltételeként írja le a hitelt: „...a hitelfelvétel nem szükségszerű eleme a gazdasági élet megszokott pályán lebonyolódó normális menetének (...). Ezzel szemben az új kombinációk megvalósítása esetén elvileg (...) szükséges a »finanszírozás« mint speciális cselekmény.” (Schumpeter [1980] 116. o.) Megjegyzi, hogy „a hitel az ipari fejlődést szolgálja” (uo. 153. o.), és tovább is gondolja a kérdés makrogazdasági szempontjait az üzleti ciklusokra vonatkozó elméletében.

2. Közvetetten ugyan, de az innováció finanszírozásának egyik tipikus formáját írja le. „A hitel lényegi funkciója értelmezésünkben a következő: lehetővé teszi a vállalkozó számára, hogy keresletet támasztva a számára szükséges termelési javak iránt,

<sup>1</sup> A dinamikus jelzőt az első változatban használja, később ezt a kifejezést Ragnar Frisch hatására elhagyta, és egyik egyensúlyi pontból egy másikba történő változásnak hívja (Schumpeter [1980] 39. és 109. o.).

kivonja őket korábbi alkalmazási területükről, ezáltal új pályákra kényszerítse a gazdasági rendszert.” (Schumpeter [1980] 157. o.) Ezeken az új pályákon „teremtő rombolás” jellegű változásokat értett. Elméletében kiemeli, hogy az viseli a kockázatot, aki a pénztőkét biztosítja a beruházáshoz (akár a korábban felhalmozott saját profit alkotja a tőkét, akár bankárként nyújt hitelt). A vállalkozót pedig gazdasági felelősség nem terheli, legfeljebb saját hírnevét kockáztatja. Festré–Nasica [2009] intézményi megközelítésben elemzi Schumpeter írását, és annak fontosságát hangsúlyozza, hogy Schumpeter a hitelt mint kapitalista társadalmi intézményt értelmezi. Schumpeter így fogalmaz: „...a hitelnek a rendelkezésre bocsátása nyilvánvaló módon az általában »kapitalistának« nevezett gazdasági alanyok kategóriájának a funkciója. Ez a kapitalista társadalom sajátos módszere arra, hogy a gazdaságot új pályára kényszerítse, eszközeit új célok szolgálatába állítsa...” (Schumpeter [1980] 115. o.) Schumpeter továbbá nem tartotta relevánsnak a gazdasági fejlődés szempontjából azt a hitelezést, amely során nem történik újítás, bár ezt a könyv első változatában még egyáltalán nem hangsúlyozta. Úgy vélte, ezt a „korai” (iparosodás előtti, vásárlóértéket nem teremtő) hitelezést nem is szívesen vették igénybe a korabeli gyárosok. Ezzel egyértelműen kijelölte az innovációs finanszírozás határait.

3. A vásárlóerő-teremtés fogalmának használatával a kereskedelmi banki pénzteremtés momentumát azonosítja e helyen, bár elemzését nem illeszti pénzforgalmi keretbe. Hangsúlyozni kell, hogy Schumpeter pénzelmélete ennél jóval átfogóbb, a tőkéről, tőkepiacról, kamatról, az inflációról vagy a monetáris rendszerről alkotott nézetei is jól ismertek. Pénzről való gondolkodásában sokszor Keynes mellé állítják (például Bertocco [2003]), mert mindketten amellett érveltek, hogy a gazdaság működése nem írható le „*fiat money*” nélküli cseregazdaságként, és nem tekintették a hitelpiacot az áru-piac tükörképének – a korabeli főárambeli gondolkodással szemben (vö. Keynes [1930]).

A kötet kiadásakor két – általa is jól ismert – kortársa is hasonló témában jelentette meg gondolatait. Vajon mennyire voltak Schumpeter finanszírozásról szóló gondolatai újak, mennyiben hatottak egymásra ezek a művek? McCaffrey [2012] összeveti az egy időben megjelent elméleteket: Rudolf Hilferding 1910-es Pénztőkét (Das Finanzkapital) és Ludwig von Mises 1912-es A pénz és a hitel elméletét (Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel) Schumpeter dolgozatával. McCaffrey elsősorban a szerzőket a pénzelméletekhez való viszonyuk alapján jellemezte. Míg Hilferding a *banking*-elmélet, Mises pedig a *currency*-elmélet álláspontján volt, addig Schumpeter a két irányzatot meghaladó pénzteremtési koncepcióval állt elő. A *currency*-elmélet szerint a pénz mennyiségének növekedésével emelkednek az árak is, és a jegybankok a bankjegyforgalmat tetszésük szerint változtathatják. A *banking*-elmélet elveti, hogy az árak a pénz mennyiségétől függjenek, és azt vallja, hogy nemesércek forgalmától és árától függően nem kell és nem is szabad a bankjegybocsátást szabályozni (Bánfi [1999]). Míg e két elmélet az aranyalapú (vagy nemesfémalapú) papírpénzrendszer keretein belül gondolkodik, addig a hitel vásárlóerő-teremtésének ötlete a hitelpénzrendszer megközelítésével azonosul.

Meg kell jegyeznünk, hogy Michaelides–Milios [2016] is vizsgálja a Hilferding és Schumpeter írásai közötti összefüggést. Ismeretes, hogy Hilferding legfőképpen Marx

tanaira építkezett, de jelentősen revideálta is azokat. A szerzőpáros szerint valószínűsíthető, hogy a Schumpeternél idősebb Hilferding – akivel együtt jártak Böhm-Bawerk szemináriumára – a piaci versennyel, valamint a monopolerővel kapcsolatos kérdésekben hatott leginkább Schumpeter gondolkodására. Hilferding megkülönböztette a vállalkozót mint a termelésért felelős gazdasági szereplőt a tőkéstől, aki a kockázatot vállalja, cserébe a tőke kamataért. Ehhez hasonló álláspontot képviselt Schumpeter, egy fontos különbséggel, nevezetesen: a vállalkozó egyértelműen az innováció motorja, míg az „egyszerű” termelés felelőse inkább a (kevésbé tárgyalt) statikus körfolyamat gazdálkodója.

## Schumpeter mint bankár – finanszírozás a gyakorlatban

A fiatal Schumpeter a bécsi egyetemen (*Universität Wien*) hallgatott jogot, majd szerzett jogi doktori fokozatot 1906-ban, Ludwig von Misesszel és Rudolf Hilferdinggel egyetemben. Többek között Wieser, Philippovich, illetve a már említett Böhm-Bawerk voltak a tanárai. Az ezt követő években Berlinben, Londonban, Oxfordban és Cambridge-ben hallgatott szemináriumokat. Egyéves kairói kitérő után Czernowitzban (a mai Ukrajna területén lévő Csernyivciben), majd Bécsben töltött be docensi, aztán a grazi Karl-Franzen Egyetemen professzori státust. Időközben vendégprofesszorként a New York-i Columbián is megfordult. Az 1910-es évek végére már nemcsak a kor jeles közgazdászainak tanítványaként könyvelhetjük el, hanem maga is elismert fiatal professzorrá vált, aki ismeretséget kötött például Irving Fisherrel, valamint túl volt A gazdasági fejlődés elmélete című kötetének első kiadásán is. Ezzel a háttérrel nevezték ki – Hilferding javaslatára – 1919 márciusában az újonnan megalapuló osztrák Renner-kormány pénzügyminiszterének. A meglehetősen rövid, októberig tartó időszak alatt egy, a tanulmány szempontjából is fontos és a finanszírozáshoz kapcsolható intézkedést javasolt: egy-szeri, progresszív vagyoadót tervezett bevezetni a háborús adósság fedezéséhez, a korabeli javaslat, az adósság értékének inflációval való csökkentése, elinflálása helyett. (Javasolta még a független jegybank létrehozását, valamint a szegényebb rétegek indirekt adóztatását is, valamint részt vett az Alpin Montangesellschaft államosításával kapcsolatos vitában – olvasható März [1981] esszéjében, amely Schumpeter életének pénzügyminiszterséghez köthető szakaszát dolgozza fel.) A vagyoadó mint finanszírozási technika nem Schumpeter találmánya, közgazdász körökben közismert lehetőségnek számított, s például már David Ricardo is alkalmazta Angliában. Schumpeter a javaslatához végül nem tudta megszerezni a kormány támogatását, így az nem is került az osztrák parlament napirendjére (Stolper [1994] 249–266. o.). Részint e javaslata miatt elapadt a politikai támogatottsága, aminek következményeként elhagyta a pénzügyminiszteri posztot. A kormányból való távozása után, 1919 végétől újra akadémiai területen próbált elhelyezkedni, majd az 1921-es évben Grazba költözött. A vagyoadó bevezetése tehát elmaradt, így ez sem menthette meg Ausztria gazdaságát attól, hogy Schumpeter minisztersége után, 1921-ben és 1922-ben óriási hiperinflációval nézzen szembe.

Innen indult Schumpeter hároméves gyakorló bankári pályafutása. Erről a periódusról jó áttekintést kínál *Peneder-Resch* [2015] tanulmánya, amelynek idevágó részleteit a következőkben ismertetjük. Schumpeter eredeti céljai szerint egy új bankot alapított volna (amihez engedélyt a pénzügyminiszteri posztról való távozásakor kapott), de az erre vonatkozó kérelmét 1921. február 19-én elutasították: az akkor hatályos szabályok szerint a hiperinflációs időszakban új bankot alapítani nem lehetett, viszont meglévő bankot venni és átalakítani továbbra is lehetett. Így áprilisban elküldte újabb kérelmét a pénzügyminisztériumi tisztviselőknek, hogy az 1791-es alapítású, bécsi székhelyű Biedermannbank nevű társaságot a tőzsdén jegyzett részvénytársasággá változtathassa, immáron M. L. Biedermann & Co. Bankaktiengesellschaft néven. Ezt a kérelmét elfogadták. A fő tulajdonos a Brit Angol–Osztrák Bank (*British Anglo-Austrian Bank*) lett, őt pedig az új bank elnökének nevezték ki. *McCraw* [2007] Schumpeter életrajzát összefoglaló könyvében megjegyzi, hogy a bank üzletmenetét az immáron alelnökként (két alelnök volt) működő korábbi vezető, Arthur Klein vitte.

A bank alapvető tevékenysége a tulajdonosok és a betétesek vagyonának kezelése és vállalkozások finanszírozása volt. A Bank of England *de facto* leánybankjaként működő Brit Angol–Osztrák Bank mint tulajdonos nyomására a bank az első évben igen óvatos befektetési tevékenységet folytatott, az eszközök jelentős részét más bankoknál betétként helyezték el. Ez a magas likviditású és alacsony kamatozású eszközöket előtérbe helyező, angol stílusú befektetési tevékenység azonban a magas infláció miatt nem bizonyult jövedelmezőnek. A bank ebben az évben zömében *befektetési tanácsadó* szerepet töltött be: Ausztriában, Magyarországon, Csehszlovákiában, valamint Németország területén működő, közepes méretű vállalkozások tőzsdére viteleiben és tőkeemelésében segédkezett, például a Braun-Stammfest üzletcsoportnak. Ehhez Bécsben, Budapesten és Hollandiában alapítottak fióktelepet.

1922-ben bővült a bank hitelkihelyezési tevékenysége; az eszközök közel kétharmadát már a hitelek alkották, és a mérlegfőösszegnek csak egyharmad részét adták a likvid eszközök. Ebben az évben kétszer hajtottak végre tőkeemelést, nominálisan mintegy 760 millió korona értékben. Ez az év hozta Ausztria történetének legmagasabb inflációját, amelyet *Kernbauer-Weber* [1984] 1921 szeptembere és 1922 szeptembere közé helyez. Hiába nőtt tehát nominálisan a bank mérlege, reálértelemben nem lett nagyobb a bank, a tulajdonosok számára lehangoló volt az eredmény. Ez az év Schumpeter számára a kelet-közép-európai vállalkozások beruházásaira adott hitelezésről szólt.

Az 1923-as év új üzletpolitikát hozott. Mivel a Brit Angol–Osztrák Bank csökkentette érdekltségét és ezáltal ellenőrzését a bankházban, a vezetőség figyelme a spekulációs ügyletek és a kockázatitőke-finanszírozás felé fordult. Jelentősen csökkent a likvid eszközök mértéke (főleg a más bankoknál tartott eszközöké), a hosszú távú kihelyezések viszont növekedtek. A kihelyezéseket a bank „vásárlóerő-teremtéssel” oldotta meg, vagyis a finanszírozott társaságoknak juttatott összeget jóváírták a Biedermannbanknál vezetett számlájukon, amelyet a társaságok később beruházásra felhasználhattak. Hogy a saját tőkére előírt arányt (a tőkeminimumot) tartsák, a bank két újabb tőkeemelést bonyolított le ebben az évben. A részvénykibocsátások során a régi részvényesek, a szindikátus tagjai és a vezetőség (köztük Schumpeter) jóval a piaci ár alatt (mintegy féláron) szerezhetett újabb tőkét a társaságban. Ez a vásárlás

hatalmas, de illegális nyereséget hozhatott volna a bank szűkebb vezetői körének. Meg kell azonban jegyezni, hogy a banki tevékenységet 1924-ben átvizsgáló Georg Stern vezette jelentés szerint a szindikátus tagjai nem értékesítették a részvényeket piaci áron, így nem realizálták ezt a vitatható módon szerzett előnyt.

Az év második fele Schumpeter bankelnök számára az üzletmenet szempontjából fontos fordulópontot jelentett. A hitelkihelyezéseket lehetővé tevő „vásárlóerő” nem volt annyira megalapozott, mint ahogyan azt kezdetben várták. Az emelkedő tőkepiaci trend 1923 nyarán tetőzött, s az infláció lassulásával a részvényárfolyamok is elindultak lefelé a lejtőn; ez a pesszimizmus a reálszféra gyengülő teljesítményéből is következett. Hogy elejét vegyék a bankház részvényárfolyamai esésének, a Biedermann Bank saját részvényeket kezdett vásárolni, amire a részvények nagy részét tartó szindikátus 30 milliárd koronát adott. Mindamellet e tőkére nagy szükség volt, mert a kihelyezett hitelek jelentős hányada sem teljesített, így a bank lejáró fizetési kötelezettségeit nem tudta a beszedendő kamatokból állni. A bank az év végére inszolvenssé vált.

Az 1924-es évben számos ausztriai bank hasonló helyzetet élt át, a bécsi bankváltságban a Biedermann bankház pénzügyi restrukturálását is elkezdtek – ekkor a spekulációs veszteségekben személyesen is érintett és eladósodott Schumpeter még megtarthatta elnöki pozícióját, bár a stabilizációs folyamat már nem az ő iránymutatásával zajlott. A bank hatósági átvizsgálása után, 1924 szeptemberében Schumpetert leváltották az elnöki pozícióról. Schumpeter magánadóssága 1925-re 6 milliárd koronát tett ki, amelynek átmeneti rendezésére még kapott személyre szólóan hitelt a Biedermann Banktól. Az 1925-ben Bonnban professzori álláshoz jutó Schumpetert ezek után évekig adó- és adósságbehajtások és bírósági ügyek sújtották, csak kitartásának és tárgyalókészségének köszönhetette, hogy az 1930-as évek elejére rendezte anyagi helyzetét. Bár 1925-ben tovább folytatódott a kísérlet a bank reorganizációjára, 1926-ban felszámolták a bankot, hitelezőit pedig teljes mértékben kifizették.

Az 1. táblázat a főbb mérlegtételeket és mutatókat foglalja össze. Érdekes a bank likviditási és tőkemegfelelési helyzetét röviden áttekinteni. Bár minden mérlegtételt nem adott meg *Peneder–Resch* [2015] tanulmánya, amely Georg Stern eredeti vizsgálati anyagából dolgozott, a hiányzó sorokra (tárgyi eszközök, betétállomány) a számviteli azonosságokat felhasználva tettünk becsléseket. Így a tételek alapján becsült mutatószámok nyerek ugyan, de jól jellemzik a bank működését. A likvid eszközök/betétállomány mutató számításakor arra voltunk kíváncsiak, hogy a banknál tartott likvid eszköz adott évben átlagosan a betétforgalom fizetésének mekkora részére volt elég. A likviditási arány folyamatosan csökkent – az 1923-as üzletpolitika-váltás után már csak 13–15 százalékra volt a likvid eszköz a potenciális kötelezettségeknek, de a jelentések nem beszéltek likviditási problémáról. A kockázatvállalást jellemzi a (saját tőke + kölcsöntőke)/hitelkihelyezések arány. Elsősorban a kihelyezések gyors nominális növekedése miatt (új üzletek jöttek, és a magas infláció miatt ezek nominálisan nagyobb összeget jelentettek) a bankháznak folyamatosan új tőkét kellett bevonnia, így egyre inkább csupán az előírt tőkeminimum tartására szorítkoztak. A mutató végül 1924-ben így is körülbelül 6 százalékra csökkent. Bár a mérlegfőösszeg nominálisan nagyra nőtt, 1921-es reálértéken tekintve a banknak nem sikerült a növekedés, az 1923-as, majd az 1924-es év komoly zsugorodást hozott.

## 1. táblázat

A Biedermann Bank mérlege és működésének néhány mutatója, 1921–1924

Megnevezés	1921	1922	1923	1924
<i>Mérlegtételek (millió korona)</i>				
<i>Aktívák</i>				
Hitelkihelyezések	0,02	24,52	203,77	84,76
Szindikált hitelek és tőkebefektetések	0,20	2,38	16,63	14,21
Értékpapírok	0,24	3,00	16,23	9,02
Betétek más bankokban	3,52	12,21	13,87	11,50
Váltókövetelések			10,39	9,46
Tárgyi eszközök (saját becslés)	0,05	0,51	3,36	6,91
Aktívák összesen	4,03	42,62	264,25	135,86
<i>Passzívák (millió korona)</i>				
Jegyzett tőke (névérték)	0,24	1,00	2,50	2,50
Kölcsöntőke és tartalékok	0,00	0,92	32,71	2,20
Profit	0,08	3,53	9,61	0,66
Betétállomány (saját becslés)	3,71	37,17	219,43	130,50
Passzívák összesen	4,03	42,62	264,25	135,86
<i>Főbb mutatók (saját becslés, százalék)</i>				
Likvid eszközök/betétállomány	101,3	40,9	13,7	15,7
(Saját tőke + kölcsöntőke)/hitelkihelyezések	> 100,0	22,2	22,0	6,3
Profit/(saját tőke + kölcsöntőke)	33,3	183,9	27,3	14,0
<i>Inflációs adatok</i>				
Fogyasztói árindex (január)*	100	1142	17 526	22 941
Becsült infláció (százalék)	100,0	1042,0	1434,7	30,9
Mérlegfőösszeg 1921-es vásárlóértéken (millió korona)	4,03	3,73	1,51	0,59

\* A jegyzett tőke állománya gyorsan változott év közben, ezért itt a mérlegkészítés időpontjában elért profitot viszonyítottuk az aktuális állományhoz, nem tekinthető tisztán egyéves profitnak.

Forrás: mérlegadatok: *Peneder–Resch* [2015] 14. o. 1. táblázatának alapján; inflációs adatok: *Hall* [1993]; illetve a becsült infláció: *Kernbauer–Weber* [1984] 187. o.

Milyen mérleget lehet vonni az ifjú tudós elméletét és gyakorlatban eltöltött rövid életrajzi epizódját ismerve?

A bankház az első két-három évben rengeteg innovációt elősegítő finanszírozást nyújtott a korabeli vállalatoknak. Megjegyzendő, hogy nem csupán a mai kategóriák szerinti beruházási hitelt adtak, hanem olyan formákat is alkalmaztak, amelyek ma kockázattőke-finanszírozásnak tekinthetők. Schumpeter írásaiból első-sorban az előbbi olvasható ki, de nem kizárt, hogy ez utóbbit is ideértette, hiszen



a finanszírozási mechanizmus hasonló. E két finanszírozási formának a mai elmélete a 20. század végére lett tisztázott.

Schumpeter jól tudta, és már korai elméleti írásaiban is megfogalmazta, mit jelent a vállalkozó és a tőkés bőrébe bújni. Ha mint – új szervezeti formát létrehozó, innovatív – vállalkozót is értékeljük, kijelenthetjük, valóban az átütő sikerekért és az újtásért küzdött. A bank bukásával viszont a vállalkozók kockázatát is viselte, reputációja az üzleti életben jó néhány évre megromlott. A Biedermann bankház hitelezőként gazdasági kockázatot vállalt, ennél fogva Schumpeter banktulajdonosként a tőkések anyagi kockázatvállalását is átélte. Még 1912-ben kifejtette, hogy a tőkeamat azért jöhet létre, mert a tőkét olyan tevékenységre fordítják, amellyel értéktöbblet keletkezik, és a tőkések ezzel tiszta jövedelmet szereznek. Schumpeter a jövőbeli pénz eléréséhez személyi és anyagi kockázatot társít, és úgy érvel, hogy ezzel a várakozási idő is költségelemmé válik (*Schumpeter* [1980] 229. o.).

Érdekesség, hogy éppen a pénzügyminiszteri tevékenysége során annyira ellenzett hiperinflációval kellett Schumpeternek megküzdenie rövid bankházvezetési periódusában. Bár pontosan tudta, hogy az infláció lassulása a banki tevékenységben gondot fog okozni, annak hatását alábecsülte. A gazdasági ciklusok kiváló gondolkodója – talán tudatosan, a bankot ezzel menteni szándékozva – éppen hogy a ciklusok irányával ellentétes üzletpolitikát folytatott. Többek között éppen az infláció és majd annak lassulása következtében az írásaiban hangsúlyos „vásárlóerő-teremtés” az általa vezetett banki gyakorlatban külső okok miatt nem bizonyult fenntarthatónak. A vásárlóerő „összeomlásának” (rossz hitelek, általános pesszimizmus, bécsi bankválság) elméleti problémáját A gazdasági fejlődés elmélete című kötetének a tőkeamatról szóló fejezetében érinti, feltéve a kérdést: „Ha bizonyos számú vásárlóerő-egységet kölcsönadok, számíthatok arra, hogy egy későbbi időpontban több ilyen egységet kapok vissza?” (*Schumpeter* [1980] 247. o.) Válaszában azonban a fejlődés hajtóerejének tulajdonított nagyobb jelentőséget, semmint az egyszeri, sokktípusú összeomlásoknak. A hitelezési veszteségeket is stabilként jellemzi. A hitelből vásárolható termelőeszközök kínálatáról írja: „Azt már tudjuk, milyen erők szabályozzák ezt a kínálatot: először is a vállalkozók esetleges kudarcainak (...) figyelembevétele. (...) Ebből a célból csak bizonyos – a tapasztalatilag ismert kockázat mértékének megfelelő – pótlékot kell figyelembe venni, amit egyszer és mindenkorra befoglalnak a »kölcsön paritásos árába«.” (*Schumpeter* [1980] 255. o.)

Hangsúlyozni kell, hogy a Biedermann bankház bukásában Schumpeter szerepe csekély volt: ismerte ugyan, de nem ő fogalmazta meg a napi banki döntéseket, és a hiperinflációs időszakot számos más bank is hasonlóan megszenvedte. Schumpeter ugyanakkor ezen időszakban intenzív spekulatív tevékenységet folytatott, amelyhez a banktól kapott hitelt, és volt olyan eset is, amikor a bank pénzén kimentették. Későbbi anyagi nehézségeit a magánspekulációs adósságai okozták.

Összegezve, Schumpeter jól értette a piaci finanszírozási mechanizmusok korabeli gyakorlatát, és tisztában volt a makrogazdasági folyamatokkal is. Széles üzleti kapcsolatrendszerrel rendelkezett, és bízott a vállalkozások finanszírozásának értékteremtő képességében. A kockázatot viszont elsősorban a várható veszteséggel azonosította, a várható veszteségen felüli veszteséget nem vette bele elemzéseibe, és ez a magánbefektetései

feletti rossz döntésekben is tükröződött. Emiatt mégsem törhetünk pálcát teljes mértékben Schumpeter felett, hiszen a bizonytalanság, vagyis a nem mérhető kockázat fogalmát – amelyet ebben az értelmezésben a banki környezet kiszámíthatatlanságaként azonosíthatunk – csak Schumpeter bankelnökségének első évében, 1921-ben fejtette ki Frank Knight a Kockázat, bizonytalanság és profit című könyvében (Knight [1964]).

## Volt-e hatásuk a bankárként eltöltött éveknek a finanszírozási elmélet pontosításában?

Az életrajzi részleteket ismerve természetesnek tűnik a kérdés, hogy vajon mennyiben változtatták meg a bankárként szerzett élettapasztalatok Schumpeter szemléletét az elméletalkotásban. Három, a bankárkodás utáni időszakban készült/átdolgozott műből következik néhány részlet.

Összevetve az 1912-es eredeti és az 1934-es változat magyar nyelvű kiadását, azt láthatjuk, hogy bár az innovációt taglaló és abban a finanszírozási momentumot megjelenítő második fejezetet kibővítette, és több helyen átírta a könyv más részeit is, Schumpeter finanszírozásról alkotott elmélete nem változott meg. Az első változatról így fogalmaz az átdolgozott angol nyelvű kiadáshoz írott előszavában: „Amikor közel egy negyedszázaddal ezelőtt kamatelmélettel és cikluselmélettel kezdtem foglalkozni, nem is gyanítottam, hogy ezek a témák összekapcsolódnak, és kiderül, hogy szorosan összefüggnek a vállalkozói profittal, a pénzzel, a hitellel és más hasonló fogalmakkal, mégpedig éppen úgy, ahogyan az én gondolatmenetem előrehaladt. Hamarosan világossá vált azonban, hogy mindezek a jelenségek – és számos kísérőjelenségük – nem egyebek, mint egy meghatározott folyamat velejárói, és hogy az e jelenségekre magyarázatot adó egyszerű elvek megmagyarázzák magát a folyamatot is. Ebből adódott az a következtetés, hogy ez az elméleti építmény sikerrel állítható szembe az egyensúlyelmélettel...” (Schumpeter [1980] 39. o.)

Figyelmet érdemel ebből a szempontból a posztumusz kiadott *Das Wesen des Geldes* című kézirat is (Schumpeter [1970]). Ennek első két fejezete *Money and Currency* címen megjelent folyóiratban is (Schumpeter [1991]), amelyhez Richard Swedberg írt előszót. Swedberg szerint Schumpeter a könyv írását 1925 környékén kezdte meg, és az azt követő néhány évben írta jelentős részét. A kiadatlanág egyik oka éppen a bankház bukása utáni szűkös esztendő és családi tragédiák, a másik oka pedig Keynes [1930] hasonló pénzülméleti munkája volt – ebben használta először Keynes a likviditás kifejezést –, ami után Schumpeter úgy érezte, át kell dolgoznia pénzülméleti munkáját. Az angol nyelven megjelentetett első két fejezet pénzülméleti témájú, az első fejezet a pénzülpolitika mibenlétét, a második fejezet a pénzülfunkciókat (csereeszköz, értékmérő, fizetési eszköz, felhalmozási eszköz) tárgyalja. Az eredeti kötetben helyet kap a pénzügytan fejlődésének története, valamint a szocialista és a kapitalista gazdaságok folyamatainak bemutatása is.

A bankok pénzüteremtése (*Bankmäßige Geldschöpfung*) című fejezet a legérdekesebb számunkra, amelyben Schumpeter expliciten megfogalmazza a pénzüteremtés momentumát: „minden bankhitel és banki befektetés betétet hoz létre” (Schumpeter

[1970] 181. o.), és részletesen ír a pénzmennyiség technikai maximumáról, valamint a központi bank pénzmennyiséget szabályozó szerepéről. Kiemeli a bankok likviditási mutatóinak fontosságát is, amelyekben a készpénz és a rövid lejáratú követelések (itt: csekkekre szóló követelések, *Scheckguthaben*) hányadát, valamint a készpénz/bankbetét arányt (*Kasse/Depositen*) említi meg. E fejezetek összességében nem csupán átfogó pénzügyi tudásról, hanem alapos banküzemeltetési ismeretekről is árulkodnak. Olyanokról is, amelyek inkább egy gyakorló szakember szemléletmódját, mint egy csupán az elméletnek élő kutató gondolkodását tükrözik.

A *Business cycles* című könyvében – amely már a nagy gazdasági válság után íródott – egy egész alfejezetet szán a pénz és a banki tevékenység evolúciós folyamatban betöltött szerepének tárgyalására (*Schumpeter* [1939]).<sup>2</sup> Ebben az alfejezetben saját maga is megfogalmazza az 1911-es könyv tartalmához képest a különbségeket a lábjegyzetben (109. o.). Megjegyzi, hogy 1911-es művének bírálatai, amelyek a hitelnyújtással való pénzteremtés (*credit creation*) ellen irányultak, 1939-re közhelyessé váltak. *Schumpeter* ugyanakkor elismeri, hogy volt egy igazán vitatható állítása. Jelesül, hogy a bankok egészen pontosan nem az innovációt, hanem az éppen aktuális beruházási javak megvásárlását finanszírozzák. *Simon Kuznets* a *Business cycles*-ről írott recenziójában az egész kötetről udvariasságból elismerően nyilatkozott, s kritikai megjegyzései elsősorban a gazdasági ciklusokat kifejtő elméleteknek szóltak, a finanszírozási mozzanatra a recenzió külön nem is reagált (*Kuznets* [1940]).

A tudományos közvéleményben a könyv azonban nem hozott sikert. A 114. oldalon amellet érvel, hogy az általa megfogalmazott pénzteremtés éppen abban különbözik a korábbi *fiat money* fogalmaktól, hogy ott a kormányzat által teremtett hitelt nem innovatív módon használják fel. *Schumpeter* így fogalmaz: „John Law-val nem az volt a probléma, hogy a semmiből teremtett pénzt, hanem az, hogy olyan célokra használta, amelyek aztán elbuktak.” (*Schumpeter* [1939] 114. o.)

Az alfejezetet olvasva további különbségeket is felfedezhetünk. A hitelteremtést az innovációs folyamat pénzügyi kiegészítőjeként (*monetary complement of innovation*) jellemzi, kettéválasztja a hitelezést, attól függően, hogy innovációra vagy forgóeszközökre költik a hitel összegét. Ezzel egyúttal egy új elem erősödik fel *Schumpeter*-nél a hitelezés mozzanatában: a vállalkozó és a bankár koordinációja. Azt írja: „... a bankárnak nem csupán azt kell tudnia, hogy mi az a tranzakció, amelynek hitelezésére felkérték, hanem ismernie kell az ügyfelet, annak üzletét, még magánjellegű szokásait is, és gyakori találkozókon keresztül pontos képet kell kialakítania annak helyzetéről.” (*Schumpeter* [1939] 116. o.) Mai szóhasználattal élve, a bankár elbírálja és minősíti a hitelt (*scoring*), majd nyomon követi (*monitoring*).

A *Business cycles* 117. oldalán kifejti az elvárt gondosság nélküli hitelezéssel kapcsolatos aggályait is. Arról ír, hogy ha figyelembe vesszük a tényt, hogy a vállalkozók zöme sosem képes projektjeit sikerre vinni, akkor a projektek közül szelektáló bankárnak óriási a felelőssége. Ha a bank kétes befektetéseket finanszíroz,<sup>3</sup> akkor ez igen

<sup>2</sup> The Role of Money and Banking in the Process of Evolution (109–123. o.).

<sup>3</sup> *Wildcat banking* – nagyon kockázatos beruházásokkal fedezett bankjegyek kibocsátása (egy Michigan állambeli bank által kibocsátott, vadmacskát ábrázoló bankjegy nyomán).

hamar katasztrófákhoz vezet. E koordinációs mechanizmus megjelenését a mai elmélettörténeti elemzések is hangsúlyozzák – csakúgy, mint *Festré–Nasica* [2009], illetve *Messori* [2014]. Továbbá Messori szerint azzal, hogy Schumpeter a hitelkeresletet és a hitelkínálatot egymástól való függőségben jellemzi, a mai hitelszerződés-elméletek előfutárát is üdvözölhetjük benne. A leírt folyamat ugyanis nagyon hasonlít arra, mint amikor a modern hitelszerződés-elméletekben három lépésben íránk le a hitelezést:

1. a bank többféle hitelszerződést ajánl a vállalkozónak,
2. a hitelfelvevők választanak a szerződések közül,
3. a bank arról dönt, hogy a választott szerződések közül melyiket valósítsa meg.

Schumpeter elsősorban az Egyesült Államokból hoz történeti példákat arra, hogy mit is jelenthetett az innováció finanszírozására teremtett hitel a 18–19. században (*Schumpeter* [1939] 292–296. o.). Néhány eseten keresztül (Bank of the Commonwealth of Kentucky, Bank of North America) magyarázza el, hogy az 1800-as évek elején a helyi bankjegybocsátásoknak hatalmas szerepük volt a gazdaság fejlődésében, tekintve, hogy e helyeken korábbi vagyonfelhalmozás nemigen volt.

Túlzás lenne csupán a bankárként való közreműködés számlájára írni azt, hogy Schumpeternek a hitelezéssel mint innovációt támogató folyamattal kapcsolatos elmélete bővült az idők során. Nem tudhatjuk pontosan, hogy a zömében az 1925–1930-as években íródott pénzülméleti kézirat, az 1934-re átírt *A gazdasági fejlődés története* vagy az 1939-es megjelenésű *Business cycles* alapgondolatait mennyiben módosította éppen Keynes vagy más kortárs gondolkodó műveinek hatására. Annyi azonban bizonyos, hogy a koordinációs folyamatokat a Biedermann Banknál napi gyakorlatában is figyelemmel kísérhette, még akkor is, ha a bank érdemi üzleti kérdéseiben leginkább Schumpeter alelnöke döntött.

Összegezve, mégis három fontos elmozdulást figyelhetünk meg a kiragadott példákban. Elsőként meg kell jegyezni, hogy a kockázatvállalás és a várható veszteséget meghaladó kockázat pontos leírása szerepel az *Business cycles*-ben kifejtett elméletekben, és azt is olvashatjuk, hogy a bankárnak jól kell ismernie a hitelfelvevő üzleti lehetőségeit. Másodszor, egyértelműen megállapítható, hogy Schumpeter pénzülméleti gondolkodásában jelentős szerepet játszottak banküzemeltetési ismeretei, tapasztalatai. Harmadszor, a finanszírozási kérdések és a hitelpiaci elemzések terén jelentősen árnyaltabb képet alkotott a tőkés-bankár és az innovátor-vállalkozó hitelkoordinációs mechanizmusára az 1912-es kiadású kötete óta.

## A fogalmak utóélete napjainkban

Érdemes párhuzamba állítani Schumpeter gondolatait a mai közgazdaságtan hasonló fogalmaival. Egy mai pénzügyi közgazdász, miközben gyakran alkalmazza az elemzett fogalmak mai formáit, ritkán találkozik az eszmék eredeti változatával. Négy fogalomkört tekintünk át, ahol visszakacsint a schumpeteri finanszírozási elmélet. Ezek: a kockázati tőke finanszírozása, a hiteladagolás jelensége, a vállalati beruházások pénzáramokra való érzékenysége, valamint a finanszírozás mint a növekedés előfeltétele.

A Biedermann Banknál eltöltött évek során a bank nem csupán hitelt nyújtott, esetenként tulajdonrészesedést is szerzett a finanszírozandó vállalatokban. A fejlődő vállalkozásban tulajdonosként való tőkenyújtást mára a kockázatitőkebefektetés (*venture capital*) mint finanszírozási forma vette át. A kockázatitőkefinanszírozás mechanizmusa szintén koordináció a tőkés és a vállalkozó között, de nem tisztán hitelviszonyban. Schmidt [2003] ezt a finanszírozási struktúrát átváltható kötvényként mutatja be, és elemzi, hogy a lehetséges növekedési kimenetek egyes eseteiben a vállalkozónak és a kockázati tőkésnek milyen ösztönzői vannak, és hogyan írják meg ezzel összhangban a finanszírozásról szóló szerződést. Schmidt mai elméletének lényege, hogy ha a finanszírozott vállalat gyengén vagy közepesen szerepel, akkor a finanszírozási forma inkább hitel-, míg jelentős siker és növekedés esetén inkább részvényfinanszírozás-jellegű. Schmidt modelljében az áttörő újítás a jelentős siker állapotában következik be.

Bár a hiteladagolás (*credit rationing*) jelensége expliciten nem jelenik meg Schumpeternél, utalásokat tesz rá, főleg későbbi munkáiban. A hiteladagolás lényege, hogy a bank nem feltétlenül a várható veszteség alapján árazza a hiteleit, hanem amikor nagyon kétesnek ítéli meg a visszafizetés esélyét, akkor elutasítja a hitelfeltevő igényét, ahelyett, hogy a várható veszteségeket fedező magas kamat mellett nyújtana hitelt. A vállalkozások nem kapnak korlátlanul hitelt, bizonyos esetekben finanszírozási korláttal szembesülnek. A hiteladagolás mibenlétét, valamint a hitelpiac közgazdasági elemzését újraértelmező írások Schumpeter művének megjelenését csak évtizedekkel követően váltak jelentőssé. Coase [2004/1937], Alchian–Demsetz [1972], valamint Jensen–Meckling [1976] ügynökelméletére építve, elsőként Stiglitz–Weiss [1981] mutatta be a hiteladagolás mechanizmusát a kontraszelekció jelensége mellett, ahol a bankár nem tudja, hogy a vállalkozó beruházási terve mennyire megalapozott, vagyis várhatóan mennyire lesz sikeres a finanszírozandó projekt. Ezt követve, Holmström–Tirole [1998] a morális kockázat esetén jellemezte a mechanizmust: a bankár nem lehet abban biztos, hogy a vállalkozó a tőle elvárható erőfeszítést teszi majd a tevékenységébe. A hitelszerződések elmélete azóta nagyon széles irodalmat tudhat magáénak, amelynek csak egy szűkebb szelete foglalkozik a bankár és a vállalkozó viszonyával. (Jó kiindulási alapot ad a banki tevékenység elméleti közgazdasági értelmezéséhez Freixas–Rochet [2008] könyve.)

A Schumpeter által leírt finanszírozási mozzanatnak a vállalkozó szempontjából felmerülő kérdése, hogy vajon a vállalkozások által termelt korábbi profitok mennyiben serkentik az új beruházásokat; másképpen fogalmazva: mekkora a beruházásoknak a pénzáramokra való érzékenysége (*investment sensitivity to cash*). Azt kellene látnunk a gyakorlati életben, hogy azoknál a vállalatoknál, amelyek pénzügyi korlátokkal szembesülnek, igenis számítanak a belső tartalékok. A kérdésben egy érdekes jelenkori vita alakult ki a pénzügyi korlátosság értelmezéséről, és ebből fakadóan a jelenség mérésének módszertanáról is két szerzőcsoport – Fazzari–Hubbard–Petersen [1988], [2000], valamint Kaplan–Zingales [1997], [2000] – között. Az előbbi az osztalékfizetés mértéke alapján kategorizálta a vállalatok hitelképességét, és azt találta, hogy a hitelképesebb vállalkozások beruházásai nem függtek attól, van-e saját tartalékuk. Az utóbbi szerzőpáros azt vallotta, hogy a cégek több mutatóját kell használni

ahhoz, hogy a hitelképességüket felmérjük, és arra következtettek, hogy a hitelképesebb cégek beruházásai voltak érzékenyebbek a belső tartalékok meglétére. E vita még nem jutott nyugvópontra, de a schumpeteri fogalmak ismeretében talán megjósolható egyfajta konszenzus. Ugyanis az innovációra finanszírozást igénylő vállalatokra inkább a szerzőhármás, a statikus körfolyamat finanszírozását kérő cégekre inkább a szerzőpáros elmélete illeszthető.

A pénzügyi korlátosság és gazdasági fejlődés kérdésében is számtalan empirikus és intézményi vizsgálat született. E kutatások központi kérdése, hogy vajon segíti-e a finanszírozás, illetve visszaveti-e annak hiánya az innovációt. A vállalati szintű elemzések közül érdemes példaként felhozni *Brown–Fazzari–Petersen* [2009] munkáját. A szerzők fiatal amerikai technológiai vállalatok kutatás-fejlesztési aktivitását elemezték, és azt találták, hogy azok a cégek, amelyek idejekorán megfelelő tőkéhez tudtak jutni, sokkal nagyobb fejlődést értek el az 1990-es években. Makroszinten is találtak összefüggést a finanszírozás és a növekedés között. *King–Levine* [1993] különböző pénzügyi fejlettségű országokat vizsgált, és azt találta, hogy ahol jobbak voltak a finanszírozási lehetőségek (és hatékonyabbak a mechanizmusok), ott a gazdaság (a GDP) növekedése is gyorsabb volt. Ha pedig a Schumpeter által is több helyen vizsgált szocialista gazdasági rendszerekre intézményi megközelítésben tekintünk, viszontlátjuk azt a jelenséget, amely szerint a beruházásokat nem annak alapján finanszírozták, hogy a vállalkozó innovációja mennyi értéket képes termelni, hanem a termelésben a beruházási javak termelése elsőbbséget élvezett, ez volt a beruházási javak prioritása (*Kornai* [1993] 200. o.). Kornai János megfogalmaz egy második, még ennél is jelentősebb kritikát. Nem túl meglepő módon azt, hogy még az esetlegesen innovatív beruházásokra nyújtott finanszírozás koordinációs mechanizmusa sem volt megfelelő. Kornai így jellemzi a „puha hitelt”: „A puha jelző egyrészt arra utal, hogy a bankkal kötött hitelszerződés nem követ általános, egyöntetű elveket; a bajban lévő vállalat »kísírhat« olyan hitelt, amely tulajdonképpen burkolt segílyt foglal magában. Másrészt, a »puhaság« azt jelenti, hogy a bank nem kényszeríti ki a hitelszerződés hiánytalan, határidőre történő végrehajtását. A szerződés teljesítése alku tárgyává válik.” (Uo. 170. o.) Hasonló mechanizmust jellemez Tirole is, de kapitalista gazdasági keretben (*Tirole* [2006] 220–224. o.). Az említett szerzők megállapítása a kérdésben is hasonló: nem megfelelő koordinációs mechanizmusok esetén a schumpeteri innováció csak korlátozottan valósulhat meg.

## Konklúzió

Schumpetert sokkal inkább az innovációs elméletéről, demokraciaelméletéről, a vállalkozó megfogalmazásában úttörő szerepet vállaló tudósként, esetleg az evolúciós közgazdaságtan vagy a gazdasági ciklusok jeles gondolkodójaként azonosítják. Ritkábban kerülnek a figyelem középpontjába pénzügyi elgondolásai. Valóban, kortársai között találunk olyan kiváló tudósokat, akiknek a pénzügyelméletéről alkotott nézetei mérföldköveknek tekinthetők, s talán ezért is szorul háttérbe Schumpeter ezen a területen. Ráadásul Schumpeter finanszírozási elmélete a pénzügytanok

diszciplínáján belül is leginkább a vállalati pénzügy megközelítéséhez köthető. Mégis, az innováció finanszírozási vetülete sok kérdést felvet a banktevékenységről, kapitalizmusról, növekedésről, demokráciáról, vagyis szinte mindenről, ami Schumpetert is foglalkoztatta. E tanulmány a fogalom körülhatárolása után kísérletet tett arra, hogy megvizsgálja, miként hatottak és mit jelentettek Schumpeter munkásságára nézve a bankárként eltöltött esztendőik. Későbbi műveiben tetten érhetők a fogalomrendszer jelentős pontosításai, önkritikus megjegyzések és szemléletbeli fejlődés is. Ha nem is tudjuk pontosan, hogy mindezek milyen életrajzi esemény kapcsán következtek be, valószínűsíthetünk valamelyes összefüggést. Nemcsak Schumpeter, hanem az elmúlt körülbelül egy évszázados időszakban történt változások is továbbfejlesztették a kiinduló fogalmakat, amelyeknek mai formáit röviden sorra vettük. Bár a fogalmak árnyalódtak, mégis fontos tanulság, hogy Schumpeter vizsgált eszméi ma sem állnak túl távol a vállalatok finanszírozására koncentráló kurrens kutatásoktól.

### Hivatkozások

- ALCHIAN, A.–DEMSETZ, H. [1972]: Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review*, Vol. 62. No. 5. 777–795. o.
- BÁNYI TAMÁS (szerk.) [1999]: Pénzügytan. Tanszék Kft., Budapest.
- BERTOCCO, G. [2003]: The characteristics of a monetary economy: a Keynes–Schumpeter approach. Faculty of Economics of the University of Insubria, Műhelytanulmány-sorozat, 2003/30. <https://doi.org/10.1093/cje/bel002>.
- BROWN, J. R.–FAZZARI, S. M.–PETERSEN, B. C. [2009]: Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom. *Journal of Finance*, Vol. 64. No. 1. 151–185. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01431.x>.
- COASE, R. H. [2004/1937]: A vállalat természete. Megjelent: A vállalat, a piac és a jog. Fordította: *Meszerics Tamás*. Közgazdasági kiskönyvtár, Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 53–83. o. Eredeti megjelenés: The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4. No. 16. 386–405. o. <https://doi.org/10.2307/2626876>.
- FAZZARI, S. M.–HUBBARD, R. G.–PETERSEN, B. C. [1988]: Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 19. No. 1. 141–206. o. <https://doi.org/10.2307/2534426>.
- FAZZARI, S. M.–HUBBARD, R. G.–PETERSEN, B. C. [2000]: Investment–Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115. No. 2. 695–705. o. <https://doi.org/10.1162/003355300554773>.
- FESTRÉ, A.–NASICA, E. [2009]: Schumpeter on money, banking and finance: An institutional perspective. *European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 16. No. 2. 325–356. o. <https://doi.org/10.1080/09672560902891101>.
- FREIXAS, X.–ROCHET, J.–C. [2008]: *Microeconomics of Banking*, 2. kiadás, The MIT Press, Cambridge, MA.
- HALL, R. E. (szerk.) [1993]: *Inflations: Causes and Effects*, National Bureau of Economic Research Project Report, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- HOLMSTRÖM, B.–TIROLE, J. [1998]: Private and Public Supply of Liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 106. No. 1. 1–40. o. <https://doi.org/10.1086/250001>.

- JENSEN, M.–MECKLING, W. H. [1976]: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. No. 4. 305–360. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>.
- KAPÁS JUDIT [2000]: A vállalkozás közgazdasági elméletei – vállalatelméleti megközelítés. *Vezetéstudomány*, 31. évf. 12. sz. 2–15. o.
- KAPLAN, S. N.–ZINGALES, L. [1997]: Do Investment Cash-Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112. No. 1. 169–215. o. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>.
- KAPLAN, S. N.–ZINGALES, L. [2000]: Investment-Cash Flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115. No. 2. 707–712. o. <https://doi.org/10.1162/003355300554782>.
- KERNBAUER, H.–WEBER, F. [1984]: The Great Vienna Banks in the Period of Wartime and Post-War Inflation, 142–187. o. Megjelent: *Feldman, G. D.–Holtfrerich, C. L.–Ritter G. A.–Witt, P.-C.: The Experience of Inflation*. Walter de Gruyter, Berlin, <https://doi.org/10.1515/9783110850734-009>.
- KEYNES, J. M. [1930]: *A Treatise on Money*, Vol I–II., Macmillan, London.
- KING, R. G.–LEVINE, R. [1993]: Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108. No. 3. 717–737. o. <http://www.jstor.org/stable/2118406>.
- KNIGHT, F. H. [1964]: *Risk, Uncertainty and Profit*. Kelley, New York, <https://doi.org/10.1017/cbo9780511817410.005>.
- KORNAI JÁNOS [1993]: *A szocialista rendszer: Kritikai politikai gazdaságtan*. HVG, Budapest.
- KUZNETS, S. [1940]: Schumpeter's Business Cycles. *The American Economic Review*, Vol. 30. No. 2. 257–271. o.
- MADARÁSZ ALADÁR [1980a]: Bevezető. Megjelent: Schumpeter, J. A. [1980]: *A gazdasági fejlődés elmélete*, Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest. 7–36. o.
- MADARÁSZ ALADÁR [1980b]: Economists and Economic Thought: Schumpeter's Theory of Economic Development. *Acta Oeconomica*, Vol. 25. No. 3–4. 337–357. o.
- MADARÁSZ ALADÁR [2014]: Hogyan született a vállalkozó? Fogalomtörténeti töredékek Schumpeter vállalkozóelméletéhez. *Külgazdaság*, 58. évf. 7–8. sz. 3–29. o.
- MÄRZ, E. [1981]: Joseph A. Schumpeter as Minister of Finance of the First Republic of Austria, March 1919 – October 1919. Megjelent: *Frisch, H. (szerk.): Schumpeterian Economics*, Praeger Publishers, Eastbourne–New York, 162–179. o.
- MÁTYÁS ANTAL [2003]: *A modern közgazdaságtan története*. Aula Kiadó, Budapest.
- MCCAFFREY, M. [2012]: The Influence of the Currency-Banking Dispute on Early Viennese Monetary Theory. Megjelent: *McCaffrey, M.–Hülsmann, J. G. (szerk.): The Theory of Money and Fiduciary Media: Essays in Celebration of the Centennial*. Auburn, AL: The Ludwig von Mises Institute, 127–165. o.
- MCCRAW, T. K. [2007]: *Prophet of Innovation. Joseph Schumpeter and Creative Destruction*. Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge–London.
- MESSORI, M. [2014]: A Schumpeterian analysis of the credit market. *Structural Change and Economic Dynamics*. Vol. 28. 43–59. o. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2013.11.001>.
- MICHAELIDES, P.–MILIOS, J. [2016]: Did Hilferding Influence Schumpeter? *History of Economics Review*, Vol. 41. No. 1. 98–125. o. <https://doi.org/10.1080/18386318.2005.11681205>.
- PENEDER, M.–RESCH, A. [2015]: Schumpeter and Venture Finance. *Radical Theorist, Broke Investor and Enigmatic Teacher. Industrial and Corporate Change*, Vol. 24. No. 6. 1315–1352. o. <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtv004>.



- RIMLER JUDIT [1998]: Kreativitás és vállalkozás. Vizsgálódások Schumpeter nyomában. *Közgazdasági Szemle*, 44. évf. 4. sz. 353–369 o.
- SCHMIDT, K. M. [2003]: Convertible Securities and Venture Capital Finance. *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 58. No. 3. 1139–1166. o. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00561>.
- SCHUMPETER, J. A. [1912]: *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Verlag von Duncker & Humblot, Leipzig.
- SCHUMPETER, J. A. [1939]: *Business cycles: A theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process*. Vol. I–II. McGraw-Hill, New York.
- SCHUMPETER, J. A. [1970]: *Das Wesen des Geldes*. Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.
- SCHUMPETER, J. A. [1980]: *A gazdasági fejlődés elmélete*. Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest.
- SCHUMPETER, J. A. [1991]: *Money and Currency*. Richard Swedberg bevezetőjével, *Social Research*, Vol. 58. No. 3. 499–543. o.
- SOMOGYI FERENC [2010]: A hitel gazdasági háttere és gazdasági következményei Széchenyi István és J. A. Schumpeter értelmezésében. Megjelent: *Losoncz Miklós–Szigeti Cecília* (szerk.): *Válság közben, fellendülés előtt*. Kautz Gyula Emlékkonferencia, június 1. <http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2010/somogyi.pdf>.
- STIGLITZ, J.–WEISS, A. [1981]: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol. 71. No. 3. 393–410. o.
- STOLPER, W. F. [1994]: *Joseph Alois Schumpeter: The Public Life of a Private Man*, Princeton, New Jersey.
- TIROLE, J. [2006]: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, Princeton, NJ.