

KÖZGAZDASÁG ÉS PÉNZÜGY

VI. évfolyam

2—3. szám

1930. febr.—márc.

Szerkesztik:

Dr. GLÜCKSTHAL ANDOR

Dr. LÉNÁRT VILMOS

Tőkeképződés és jogbiztonság.

Irta: *Magyar Pál.*

Valamely ország gazdasági prosperitása, főként azonban gazdasági helyzetének stabilitása szorosan összefügg a belső tőkeképződés arányával. Minél nagyobb valamely ország polgárságának megtakarított tőkéje, annál jobban függetlenítheti magát a világkonjunktúra alakulásától. Viszont, minél jobban reá van utalva valamely ország — belső tőkék hiányában — a külföldi hitelezőkre, annál erősebben érzi a világpiacon helyzet alakulásának kilengéseit.

A belső tőkeképződésnek ez a jelentősége hozza magával, hogy a gazdaságpolitika hivatalos intézői mindig fontos feladatuknak tartották a tőkeképzés elősegítését. Minthogy a háboru utáni időben a belső tőkeerő jelentősége fokozottan jutott kifejezésre, — ép azáltal, hogy az inflációk folytán a polgárság tőkeereje óriásilag devalválódott — érthető, hogy nemcsak a hivatalos köröket, hanem az egész gazdasági közvéleményt erősen foglalkoztatja a tőkeképzés problémája.

Magyarország már a háboru előtti időkben is azok közé az európai országok közé tartozott, hol a belső tőkeképzés nem tudta elérni azokat az arányokat, hogy saját erejéből fedezhette volna a gazdasági cirkulációhoz szükséges mobil-tőkéket. Az adós államok közé került Magyarország ezért a háboru előtt is és csak természetesen, hogy a háboru után még inkább ez a helyzet, mert fokozott mértékben vált érezhetővé Magyarország mobil tőkeszegénysége. Mivel pedig az internacionális piac érdeklődése csak a stabilizált valutájú Magyarországgal szemben nyilvánulhatott meg nagyobb mértékben, a magyar magángazdaság regenerálódására is csak akkor kerülhetett sor, amikor a külföldi tőke érdeklődése nyomán — elsősorban a népszövetségi kölcsön révén — számottevőbb mobil tőkék áramlottak be az országba, melyek lehetővé tették az immobil tőkék, — földbirtok, gyártele-

pek — termelő munkájának megindítását. E termelő munka eredményeként vált azután lehetővé a belső tőkeképződés megindulása is, amely azonban természetesen, mivel a termelési eredményt túlnyomóan a hitel-tőke kamat szolgáltatására kellett fordítani és az kiáramlott az országból, csak sokkal lassabb tempójú lehetett, mint egy más, hitelre kevésbé rászoruló országban.

Ha már most figyelemmel is vagyunk arra, hogy ez a folyamat Magyarországon sokáig nem fog kedvezőbben alakulhatni és még nagyon hosszú ideig csak hiteltőkére támaszkodva tudjuk majd a gazdasági vérkeringés zavartalanságát biztosítani, mégis magyar szempontból is a legnagyobb súlyt kell helyeznünk a belső tőkeképződés elősegítésére. Ezért nincs semmi ok arra, hogy elzárkózzunk annak a problémának megvitatásától, hogy mikép lehetne a tőkeképződés tempóját Magyarországon meggyorsítani és főként, hogy törvényhozási intézkedéssel, vagyis a jelenlegi törvények nyújtotta jogbiztonság növelésével, lehetne-e az eredményt nagyobbítani.

A tőkeképződés fogalma alá természetesen nemcsak a laikus közönség előtt ilyennek kezelt takarékbetétek tartoznak. Szorosan ide sorolandók azok a tőkék is, melyeket a polgárság megtakarításából fix-kamatozású papirokba és vállalati részvényekbe fektet. Bizonyos, hogy minél alacsonyabb gazdasági nivón áll egy ország, annál nagyobb mértékben érvényesül a megtakarításnak bankbetétek útján való formája. Csak a gazdaságilag fejlettebb országokban fordul a közönség érdeklődése a fix kamatozású papirok— állami- és közkölesön-kötvények, záloglevelek, stb. — felé, míg a tőkefeleslegeknek részvényvásárlásokba való investálása gazdaságilag iskolázott közönség körében válik informális viszonyok között rendszeresebbé.

Magyarországban, ha eltekintünk az inflációs idők lázállapotában kifejlődött álkonjunkturától, amikor a részvény-üzlet nem befektetés, hanem kizárólag kereset és pedig nem megélhetést biztosító, hanem meggazdagsodáshoz vezető nyereség, tehát tisztán spekuláció szempontjából érdekelte a közönségnek tulszéles rétegét, a tőkeképződésnek a legegyszerűbb formája: a bankbetét útján való gyűjtés birt mindíg elsősorban jelentőséggel. A háboru előtt megvolt a maga speciális publikuma a kötvényvásárlás útján való befektetésnek is, de még a háboru előtt is csak aránylag kis kör érdeklődött a részvény-üzlet iránt és a magántőkések soraiban a részvénytartók — shareholderek — jelentősebb faktort sohasem képviseltek. Ez abban jutott kifejezésre, hogy jelentősebb gazdasági alakulataink: pénzintézetek és iparvállalatok

részvényeit rendszerint külföldi tőkések, jobb esetben pedig belföldi bankok birták.

Amikor tehát a jogbiztonság fokozásának a tőkeképződés elősegítését célzó szerepéhez hozzászólunk, a magyar viszonyokhoz alkalmazkodva azt a sorrendet követjük, hogy lehet-e törvényes intézkedések által növelni:

- a) a takaréketét-gyűjtést,
- b) a fix kamatozású papirokba való befektetést,
- c) a részvény-üzletet.

A betétgyűjtés — mint mondtuk — a gazdaságilag kevésbé iskolázott réteg tőkeelhelyezési formája és így a kisexisztenciák takarékoságán alapul. Minél szélesebb réteget ölel fel, tehát minél több tételből adódik, a köz szempontjából, annál egészségesebb. Ezért fontos minden ország gazdasági érdekeire nézve, hogy polgárságának gazdasági gestiójában a takarékoság minél nagyobb szerepet kapjon. Aránylag kis országok, mint pl. Svájc, Hollandia, melyeknek lakosságánál évtizedek óta begyökeredezett tulajdonság a takarékoság szelleme, belső termelőerőiket meghaladó pozíciókat tudtak maguknak teremteni internacionális viszonylatban ép így adódtott mobil tőkeerőjük által. A magyar népnek — sajnos — nem ismerve a takarékoságra való hajlam. Mivel pedig gazdasági viszonyaink úgy alakultak, hogy évtizedek alatt csak igen rövid időközökben éltünk át olyan konjunkturát, mely a takarékoságra való különösebb készség nélkül, a fokozott betétgyűjtésre módot nyújtott volna, a betétgyűjtés nálunk soha nem érte el a kívánatos színvonalat. De meg — mint említettük — nálunk nagymértékben még a nevelés kérdése is, hogy lakosságunk akár életszínvonalának egyébként alig indokolható leszállítása árán is, a megtakarítások iránt nagyobb ér-zékkel bírjon.

Bizonyos, hogy a takarékoság iránti készséget igen zsenge korában érte az infláció és ennek nyomán a pénzdevalválódás katasztrófája. Akkor, amikor még alig volt kifejlődve a lakosság szélesebb rétegében a betétek utján való gyűjtésnek szükségessége és biztonsága, — gondoljunk csak a magyar paraszt arany-tezaurálásaira és harisnyákban való gyűjtésére — következett be az, hogy egy életen át való takarékoság gyümölcseit a pénzértéknek leromlása megsemmisítette. Ezen a ponton érezte és joggal érezhette a gyűjtő polgár a jogbizonytalanságot. Hiszen a takaréketétek valorizálásának elmaradása ugyszólván minden tőkegyűjtés között a betétek utján való megtakarítást sujtotta a legérzékenyebben, mert itt

volt a legtöbb kis egzisztencia érdekelve, akik legkevésbé gondoltak a devalváció ellen való védekezésre.

Az értékálló betét megtérítése, illetve jogi garanciával való alátámasztása a betétgyűjtésnek sokkal hatalmasabb faktora lehetne, mint a betétfogadás jogosultságának akármilyen szabályozása. Már pedig jelenlegi törvényeink gondolnak arra, hogy szabályozzák, mely intézmények jogosultak takarékbetétek elfogadására, de nincs gondoskodás a takarékbetét értékállandóságának biztosításáról. Holott könnyebb feladat a közönségnek megtalálni azokat az intézményeket, melyekre normális gazdasági viszonyok közepette megtakarított tőkét rábízhatja, mint a biztonságot megtalálni abban az irányban, hogy egy komolyabb gazdasági válság, illetve az állam pénzügyeiben bekövetkező kedvezőtlen eltolódás esetén betétjét az elértéktelendéstől megvéddesse.

A közönségnek az az inkább ösztönöszerű, mint gazdaságilag átgondolt védekezése, hogy külföldi valutára szóló, főként dollárbetétekben keresi a biztonság módját, inkább idegmegnyugtató, mint jogbiztonságot nyújtó cselekedet. A belföldi intézeteknél elhelyezett pengőbetétek biztonsága semmivel sem marad a külföldi valutára, akár dollárra szóló betétek biztonsága mögött. Normális körülmények között, amikor tehát az állam pénzügyeinek egyensúlyozottsága, mint a valutastabilitás legfőbb feltétele biztosítható, minden egyébként jó bonitású pénzintézetnél egyformán biztonságot nyújtó a betét értékállandósága, akár belföldi, akár külföldi valutában van elhelyezve. Ha azonban az ultimo rációt vesszük és a valutaromlás lehetőségét visszaképezzük, úgy aligha nyújt több biztonságot az idegen valutára szóló betét, vagy más kikötéssel valorizált betét a pengőbetéttel szemben.

Ha fennálló törvényes intézkedések e tekintetben pillanatnyilag másként mutatnák is a helyzetet, a gyakorlat kétségtelenül megszüntetné a külföldi valutára szóló betétek javára mutatkozó fokozottabb biztonságot. Merítjük ezt a feltevésünket ép a gyakorlati életből vett abból a tényből, hogy az állambatalom saját polgáraival szemben rendkívüli helyzetekben a mindenkori érdekeihez alkalmazkodó változtatásokat léptet életbe a meglévő törvényekkel szemben. E változások pedig előbb az egyének érdekeit áldozzák fel, azután az intézmények érdekeit, amint ez a sorrend az állambatalom érdekeinek valóban inkább megfelel. Ezt a joggyakorlatot láttuk úgy az infláció ideje alatt, mint a stabilizáció érdekében szükségessé vált jogalkotáscknál. Nagyon kevésbé érvénye-

sült az új jogszabályoknál, hogy a korábban alkalmazott joggyakorlattal szemben milyen igazságtalanságot jelentettek. E kérdésről a valorizáció elmaradásával elkövetett igazságtalanság taglalásánál még beszélni fogunk, itt csak szembetűnő példaként említjük meg, hogy a polgárság szerzett jogai mily kevésbé respektáltak, ha ez az államhatalom szempontjából a megoldás pillanatában célszerűbbnek látszik.

Következik ebből az is, hogy hiába térne át a polgárság kizárólag külföldi valutára szóló betét gyűjtésére, avagy hiába köteleznék magukat a pénzintézetek a pengőérték állandóságának vállalására, abban a — reméljük — nem putarem esetben, ha az így vállalt kötelezettségek az államhatalom érdekeivel nem volnának összeegyeztethetők — már pedig nem igényel bővebb fejtegetést, hogy valuta-összeomlás esetén ez volna az eset — a bankokat feltétlenül mentesítenék a belföldi polgárokkal szemben vállalt ilyen obligójuk teljesítése alól. Ezt kellene tenni nemcsak azért, mert ha ez nem következne be, a gazdasági chaos sokkal nagyobb volna, mint a betevőkkel szemben ilyként megismétlődő igazságtalanság esetén, hanem azt kellene tenni azért is, mert hiszen az obligó fenntartása esetén a pénzintézetek egyszerűen nem volnának képesek teljesíteni a vállalt terheket és betevőik követelése ismét csak aránylagos kielégítésre tarthatna számot. A betétgyűjtés szempontjából minden jogi szabálynál nagyobb jelentőséggel bír a gazdasági helyzet javítása és megszilárdítása utján a valutastabilitás érzésének megerősítése és fenntartása. Ez pedig inkább eredményes, gazdaság-politikával mint törvényhozási reformokkal érhető el.

A mondottakból arra a következtetésre kell jutnunk, hogy a tőkeképződésnek betétgyűjtés utján való fokozásának dacára az értékállandóság kockázatának, a jelenlegi jogbiztonság nem állja útját és ebből a szempontból változtatásra nincs szükség. Ha a magángazdaság sokszor beigért, de eddig be nem következett regenerálódása nyomán a kereseti viszonyok Magyarországon megjavulnának, úgy bizonyára nagyobb eredmény fog a betétképződés terén mutatkozni.

A legkedvezőbb lehetőség sem menti fel azonban a gazdasági életünket az alól a kényszer alól, hogy a világpiac erre alkalmassá válásakor újból hiteltörkések útján ellensúlyozza a belföldi tőke erősen érezhető hiányát. Ebből a szempontból a figyelemnek inkább arra kell irányulnia, hogy a külföldi tőkebeáramlásnak három módoszata, nevezetesen a rövidlejáratu hitel, a kötvény hitel és végül a részvény-vásárlás szempontjából a

magyar jogszabályok nyújtotta biztonság kellő garanciát nyújtson az érdeklődő külföldi tőkének.

A rövid lejáratu hitelek tárgyánál nem kell hosszabban időzni. Ezek rendszerint külföldi valutára szóló kölcsönök, amelyek a nyugati bankfogalmak szerint kívánt fedezetekkel bírnak és mivel a magyar jogszolgáltatás megérdemelt bizalmat élvez a külföld előtt, tisztán a kölcsönnyújtó előrelátásán és a hitelmegállapodás helyes jogi konstrukcióján mulik, hogy ilyen kölcsön folyósításánál ne álljon elő veszteség.

Lényegesebb a jogbiztonság kérdése a hosszú lejáratu kötvénykölcsönök esetében. Itt a kérdés azonban beleilleszkedik a tőkeképződés általános érdekének szempontjaiba. Hiszen, ha ma fontosabb is a külföldi tőke megnyerése, nem hanyagolható el a belföldi polgárságnak a kötvény kölcsönök biztonságához fűződő érdeke sem. Háboru előtt a Magyarországon kibocsátott állami és községi kötvények, azonkép a záloglevelek kisebb része került csak a belföldön elhelyezésre. Ezeknek igazi piaca a nyugati államokban volt és főként Svájc, Hollandia és Franciaország közönsége érdeklődött nagyobb arányban ilyen magyar papirok iránt. Magyar viszonylaton a kölcsönkötvények, illetve záloglevelek mint pupiláris papirok, főként olyan befektetéseknél jöttek figyelembe, ahol a szerényebb jövedelmezőség dacára a kockázat kizárása volt a főcél. Özvegy- és árvapénzek, nyugdíjalapok tőkéi, biztosítási társaságok tartalékai és közintézmények vagyonságai konzerváltattak fix kamatozású papirokban. A külföldön már inkább üzletemberek és tőkések megtakarításai kerestek magyar fix kamatozású papirokban elhelyezést, mivel már békeidőben is e papirok az ottani hasonló címleteknél magasabb kamathozamot biztosítottak.

Érthető ilyként, hogy a közkölcsönkötvények és záloglevelek valorizációjának elmaradása a tőkeképződésnek ebben a formában való módját rendkívül kedvezőtlenül befolyásolja. Ez nemcsak abban jut kifejezésre, hogy azokat a külföldi piacokat, amelyek háboru előtt jó átvevői voltak a magyar kibocsátásoknak, ugyszólván teljesen elvesztettük, hanem abban is, hogy a belföldi közönségnél a legkisebb érdeklődés a tőkének kötvényekbe, illetve záloglevelekbe való elhelyezési módjával szemben mutatkozik.

Itt kell megemlíteni a háborus pénzgazdálkodás legszomorubb emlékét, a hadikölcsönkötvény kérdését is. A hadikölcsönkötvények tuynomórészt a belföldi lakosság körében nyertek elhelyezést. A polgárság e kölcsönt nem megtakarításai arányában vállalta, hanem egész vagyoni

teljesítőképessége legszélső határáig. Nem ritkán abban a formában, hogy más értékálló vagyonságok, mint pl. földbirtok, háztulajdon realizálása útján, hadikölcsön jegyzetett. Érthető tehát, hogy a hadikölcsönkötvény valorizáció jának elmaradása okozza a vagyont vesztett polgárság körében a legnagyobb elkeseredettséget.

Ugy a veszteséget szenvedő külföldi piac magatartását, mint a belföldi közönség idegenkedését tulnyomórészt még sem a veszteség tényének kell betudni. Inkább annak a negligáló álláspontnak, mely a valorizáció kérdésében nálunk érvényesült. A vállalt kötelezettségeknek olyfoku és formáju megtagadása, mint ez a fix kamatozású papiroknál történt, következményszerűen annyira megingatta a jogbiztonságba vetett bizalmat, hogy feltétlenül hosszú idő fog elmúlni, míg ez idegenkedés legyűrése nyomán a tőkeképződés e formája a kívánatos színvonalra fog emelkedhetni.

A valorizáció ez elvi megtagadása a vázolt hátrány mellett korántsem jelent az állam részére tiszta megtakarítást. Azok az új piacok, amelyek a háború utáni magyar kibocsátások részére meg voltak szerezhetők és etekintetben elsősorban Amerika bir nagyobb jelentőséggel, kelően kalkulálták a fix kamatozású papirokkal szemben érvényesült jogbizonytalanságot. Ez pedig nem csupán a kibocsátásra került kötvények szigorú jogi körülírásában, — a devalváció ellen való védekezésben, — hanem, mint gyakorlatilag legsúlyosabb feltételben, a kamatozás magasságában is kifejezésre jutott. Bizonyos, hogy a legkisebb arányú valorizáció is olyan méltánylást talált volna, hogy terheit ellensúlyozták volna az elhelyezésre került új kölcsönök kedvezőbb kibocsátási feltételei.

Tisztán rekriminálás jellegével birna ma már azon elmélkedni, hogy miként kellene a fix kamatozású papiroknál a valorizáció kérdését kezelni. Bizonyos csupán az, hogy a követett eljárás sokkal súlyosabban nehezedik gazdasági kilátásainkra, semhogy ezt a kérdést végleg lezártnak lehetne tekinteni. El kell következnie annak az időnek, amikor az elkövetett igazságtalanságot a jogbiztonság érzetének megerősítésére és az elvitathatatlanul jogos érdekeknek legalább minimális kielégítésére reparálni kell. Ebből a szempontból bir jelentőséggel, hogy jogászköreink ne engedjék az ügyet a napirendről véglegesen levétni és amint a gazdasági helyzet alakulása a fix kamatozású papirok, elsősorban pedig a hadikölcsön kötvények valorizációjának végleges rendezését lehetővé teszi, e kérdés ne új komplexumként, hanem állandóan felszinen tartott problema gyanánt kerüljön napirendre.

A tőkeképződés legfejlettebb formája, a részvény-

elhelyezés Magyarországon ma — ép a kötvénykölcsönökről mondottak folytán — fokozottabb jelentőséggel bír. Ha bizonyos is, hogy a belföldi közönség érdeklődése a részvényt piac iránt e pillanatban nem bír nagyobb jelentőséggel, nemcsak azért, mert a közönségnek az a része, mely gazdasági képzettségénél fogva a részvények iránt nagyobb érdeklődéssel bír — tőkepénzesek, kereskedők, iparosok — nincsen abban a gazdasági helyzetben, mely ilyen tőkeberuházásokra módot nyújtana, hanem azért is, mert a publikum szélesebb rétege a részvényeken szenvedett spekulatív veszteségeknél fogva egyelőre fokozottabban idegenkedik a tőkeelhelyezés e módjától. Ép a belföldi publikum e magatartása növeli azonban a külföldi tőke jelentőségét a részvényüzlet szempontjából is.

Mivel a magyar kötvényüzlet — a valorizáció körül történtek miatt — számottevő európai pénzpiacok részére ugyyszólván érdektelenné vált, viszont a belföldi tőkére sem a kötvény-, sem a részvényelhelyezésnél nagyobb arányban nem támaszkodhatunk, a magyar vállalkozói lehetőségek szempontjából nagy jelentősége van annak, hogy a külföldi tőke érdeklődését mily arányban tudjuk a részvényüzlet iránt felkelteni.

Ha a jogbiztonság kérdését a részvényüzlet szempontjából vizsgáljuk, úgy tárgyilagosan azt kell megállapítanunk, hogy jogszabályaink lehetőséget nyújtanak a részvényes bizalmával való visszaélésre, anélkül, hogy ennek súlyosabb törvényes következményei volnának. Ennek felismerése vezetett annak az iránynak kialakulására, mely a részvényjog reformja útján akarja a fokozottabb biztonságot megadni. Ha azonban akár a felmerült reformjavaslatokat vizsgáljuk, akár pedig a külföldi törvényhozásoknak esetleg a miénknél több biztonságot nyújtani látszó törvényeit nézzük, arra a megállapításra kell jutnunk, hogy a részvényüzlet az a terület, ahol a jogbiztonság törvényekkel, szabályokkal a legnehezebben érhető el. Ez az üzlet mindenképen elsősorban a részvénytársaságok vezetősége iránti bizalomra támaszkodik.

Elméletileg elképzelhető ugyan olyan törvény-szabályzat, mely a gyakorlati élet szerint eddig mutatkozott visszaélések megakadályozását biztosítaná, de még ilyen szabállyal szemben is két aggály merül fel. Az egyik abszolút jogosult aggály az, hogy az ilyen intézkedés a fokozottabb jogbiztonságot nyújtaná ugyan, de az üzleti lehetőséget megszüntetné. Más szóval: a részvényüzlet úgy alakulna, hogy a részvényvásárló a szigorú jogszabályok legpontosabb betartásával elvesztené a pén-

zét. A másik, nem kevésbé jogosult aggály pedig az volna, hogy az ilyen törvényben elkerülhetetlenül mutatkozó antikapitalista tendencia a tőkét a vállalkozástól visszariasztaná. Nem szólunk mint aggályról, de meg kell említeni mint valószínűségi következményt azt is, hogy amellött az eddigi gyakorlat alapján kigondolt legideálisabb törvénnyel sem lehet ellensúlyozni azt a lehetőséget, hogy a törvénnyel visszaélni kívánó az új paragrafusok között is megtalálná a céljainak megfelelő részt.

A magyar viszonyok szempontjából tehát az mérlegelendő, vajjon mi kívánatosabb: a kétségtelenül mutatkozó, azonban aránylag jelentéktelenebb joghátrányok megszüntetésével egy szemre biztonságosabb részvényjog reformot létesíteni, vagy pedig a részvényjog reformjával járó kockázatra való tekintettel a mutatkozó hiányok tűrésével, a részvényüzlet fejlesztését minél nagyobb arányban lehetővé tenni.

Mivel a mult szomorú ténykedéseit, ami alatt az infláció korának ideje alatt való részvénygazdálkodást értjük, inkább a belföldi pulikum sinyette meg és mivel a külföld érdeklődésének biztosítására a mai törvény is módot nyújt, ellenben egy reform következményei a külföldi-tőkére elidegenítőleg hatnának: a gazdasági élet szempontjából a részvényreform időszerűségét a leghatározottabban vitatni kell. Annál is inkább erre az álláspontra kell helyezkedni, mert azok a hátrányok, mint pl. a publicitás hiánya, a nyereségelosztás módja, stb., melyek a jelenlegi helyzet alapján mutatkoznak, megszüntethetők magának a törvénynek érintése nélkül is. Amint hogy az üzleti erkölcsök színvonalának emelése által ezen a téren sokkal több eredményt várhatunk, mint bármely törvényes intézkedés útján.

A részvényjog reformja, mint az egész tőkeképződési komplexummal kapcsolatos jogszabályokra Magyarország jelenlegi helyzetében áll egy igazsá: Nem szabad olyan törvényes intézkedésekre gondolni, melyek a tőke idegenkedését felkelthetnék. Mivel pedig Magyarország gazdasági közvéleménye a politikai szempontokból ma tulságosan tőkeellenes tendenciára van beállitva, ebben a hangulatban nem szabad a mobil tőkét érintő törvényalkotásokra gondolni. Hagyjuk ezeket arra az időre, amikor a gazdasági helyzet kedvezőbb alakulásával a tárgyilagos igazság inkább érvényesül a mai elfogultság helyett úgy az egész közvéleményben, mint ennek legmérvadóbb képviselőjében: a parlamentben.

