

XII. 6571 - 1941. xi. 10. - tételek - rólts;

6660 - 1942. ii. 3. - kötetek - egyhangú;

6759 - 1942. j. 5. - negyedik - politika pöt;

6798 - ... - vi. 15. - politika pöt - rólts.

XIII. 1943. iv. 2. - államhird. i. kiép. - egyh.

Pozsony, 1949. iv. 30. róir. keth.

avatalani ábrák: 432. 1942-43.

államhird. i. : rólts"

"

2. rész 1943. 19/2

JOG- ÉS ÁLLAMTUDOMÁNYI TUDOMÁNYOS EGYSÉG

701 - 1942 / 1943

Év: 1943 évi március 20.

Bizálatra kiadatik:

Dr. Bozóky Ferenc

" Szádeczky-Kardoss Tibor

professzor uraknak.

Debrecen, 1943. március 22-én

10. elfogadom

1943. III. 31.

Konny

Bozóky Ferenc

Konny törekvése valódi dolgozat
 jó minősítéssel elfogadom
 - Gyádeczky Tibor



TÖZSDE ÉS ÁRALAKULÁS .
doktori értekezés.

Irta: ifj.dr. Neumann Tibor

Budapest, VII., Éva u.22.V.1.

FORRÁSMUNKÁK.

- Schumacher H. : "Die Stellung der Börse
in der Volkswirtschaft." ? ?
- Iansburgh Alfred : "Zur Systematik der Preis-
bildung an der Effekten-
börse."
- Prion W. : "Die Preisbildung an der
Wertpapierbörse."
- Schumpeter Josef : "Theorie der wirtschaftli-
chen Entwicklung."
- Hummel Otto : "Das Rentabilitäts- und
Wirtschaftlichkeitsproblem."
- Kadosa Pál : "Az áralakulás."

TARTALOMJEGYZÉK .

I. Rész.

Az értékpapírpiac.

Az értéktőzsde jelentősége	4
Az értéktőzsde szerepe a közgazdaságban ..	8
Az értéktőzsde és a közgazdaság tőke- ellátása	12
Az értéktőzsde és szellemi befolyása a közgazdaságra	16

II. Rész.

Az áralakulás.

Az áralakulás általában	20
Objektív és szubjektív árelméletek	21
Az értékpapírok áralakulása	34

I. Rész.

Az értéktőzsde jelentősége.

A modern kapitalista közgazdaság jellegzetes intézményeinek sorában jelentős szerepet játszik az értéktőzsde. Fejlődése párhuzamos a részvények keletkezésével, mely lehetővé tette a közönség széles rétegeinek részvételét, kisebb-nagyobb tőkéjükkel, a közgazdasági termelő munkában.

A tőzsde nem lévén öncél, hanem csak eszköz a cél megvalósítására, oly szervezet, a pénz- és tőkepiac szolgálatában, melynek feladata egyrészt a hitel kialakítása értékpapírok alakjában, másrészt pedig a kiegyenlítő-

dés megteremtése a pénzpiacon kereslet és kínálat közt.

A tőzsdének, mint piacnak jelentősége tehát/a közönséges értelemben vett áru-elosztásban rejlik, hanem a közgazdaság hitelezésében. A hitel a modern közgazdaság alapja, mely megvalósította -Sombart szerint- a modern kapitalista közgazdaság nagy kiterjedését, amennyiben azokat az erőket hozta létre, melyek a közgazdaság kiterjedését eredményezték.

A hitelintézmény érdeme, hogy a takarékoság által létrehozott tőketöredékek, mint betétek, egyesítve a termelés szolgálatába állíthatók, miáltal a termelési tényezők közül a harmadik : föld, -munka, -és tőke, fokozott mértékben bocsátható a termelés rendelkezésére.

A hitel ilyen felhasználásának felismerése hozta létre azokat az intézményeket,

amelyek a hitel célját voltak hivatva előmozdítani és szolgálni. Így keletkeztek az értékpapírok és velük egy időben ezek piaca, a tőzsde.

A tőzsde tehát egy különleges fajta piac, mely lényegesen különbözik más fajtá piactól, mert míg más tágabb értelemben vett piacokat a cserejavak nagyobb mértékű kínálatának és keresletének egy időben és egy helyen való összpontosítása alkotja, abból a célból, hogy a szükséglet minél teljesebben és gyorsabban és a szükségképen beálló verseny következtében minél olcsóbban nyerhessen kielégítést, addig a tőzsdepiacon csupán helyettesíthető értékek kerülnek vásárra, tehát a kicserélődési folyamat legmagasabb fokát találjuk meg.

Együttal az áralakulás is a legszigorúbb értelemben véve a kínálat és kereslet behatása alatt áll.

Schumacher szerint a tőzsde tömeg-

fogyasztó szervezet, mely közgazdasági hivatását a legracionálisabb árfolyamok kialakítása mellett teljesíti. Az ár illetve az árfolyam az, mely az értékpapírokat piacképesé teszi.

A tőzsde képletes értelemben, oly gyűjtő medence, melyben a szétforgácsolt tőkék befolyanak, összegyűlnek és innen azután számos csatornán át folynak a közgazdaság által szükségelt helyekre hasznosítás céljából.

Igy járul hozzá a tőzsde a termelés könnyebb és gyorsabb tőkeellátásához az ahhoz szükséges tőkék idő- és helykülönbségének kiegyenlítésével.

A tőzsde az ismerttetett tulajdonságainál fogva a modern -de nem irányított- közgazdaság nélkülözhetetlen szervezete.

Az értékpapirtőzsde a közgazdaságban.

Eddigi fejtegetéseimben az értékpapirtőzsde lényegét, feladatát igyekeztem általánoságban ismertetni, most azonban a közgazdaságban szűkebb értelemben betöltött szerepével kívánok foglalkozni.

Ezért az értékpapirtőzsde hatását a közgazdaságra, mint egészre kell figyelemmel kísérnünk. Tudjuk, hogy az értékpapirpiacon tőke-kereslet és kínálat folyik le. Helytelen lenne azonban ezért kizárólagos tőkepiacnak nevezni, mint ahogy az gyakran, sok közgazdasági irónál előfordul.

Mérlegelve a helyzetet az értékpapirpiac lényegében a "tőke"-piac olyan kü-

lönös része, helyesebben intézménye, mely az eladó és vevő számára az üzletkötést megkönnyíti.

Az értékpapírpiacon tulajdonképpen nem más, mint "hitel"-piacon, ez pedig két kategóriára oszlik: a tőkepiacra /értékpapírpiacon, vállalkozói és kölcsöntőke, valamint hosszúlejáratú kölcsönök piaca./ és a pénzpiacra /üzemítőke, rövidlejáratú kölcsönök piaca./

A tőke feletti rendelkezés mindig pénz alakjában történik úgy a kínálatnál, mint a keresletnél.

Az értékpapírpiacon a tőkepiacnak mint fogalom alá van rendelve; végeredményben azonban mind a kettőt azonosnak foghatjuk fel.

Az egyes piacok között látszólagos elválasztottságuk ellenére is, belső kapcsolat van, melynek oka, hogy a pénztőke legfőbb

törekvése minél jövedelmezőbbben elhelyezkedni.

Az egyes piacok összefüggésének fokát a közgazdaság, a politika, a jog és szociális helyzet egymásközti viszonyától, valamint a hitelszervezettől függ.

Egyes piacok közötti eltolódások lehetősége -normális gazdasági viszonyok mellett- nagyon tág határok között mozog. A pénztőke nyereszkeskedési törekvése hozza létre az egyes piacok közötti szakadatlan áramlást. Nagy nyereségek reménye az egyik piacon, ellenkező hatást vált ki a másikon. A pénzpiac kereslet-kinálata mindig ellentétes irányu mozgást vált ki a termelés oldalán.-

Ez az áramlás azonban addig tart, míg a "megkárosított" piacon a rendelkezésre álló tőkék csökkenése és szűkössége folytán ellenáramlatok nem keletkeznek.

Bonyolultabb a kapcsolat a tőke-és a pénzpiac között. Ez ugyanis kényszerű kapcsolat. Ha a tőkepiac kimerült és ennek ellenére továbbra is szilárd reáltőkék keletkeznek, akkor az ebből adódó tőkefeletti rendelkezés igénye önmagától a pénzpiacra tolódik át, mivel az egyszer keletkezett reális tőkét a köz kénytelen átvenni.

Ez az erőteljes levezetődés a kamatláb hatalmas felszökkenésében nyilvánul meg, a tőkepiac pedig kimerültségénél fogva nem alakíthat ki ez ellen áramlatokat.

Azok a hatások, melyek az előbb említett jelenségekből adódnak, nélkülözhetetlenek az értékpiacon konjunkturális változásainak megmagyarázására, mivel ezek az áralakulás általános szabályai mellett hozzájárulnak az árfolyamok alakulásához, valamint nagy hatást gyakorolnak az értékpapír-

piac alkatára is.-

Az értéktőzsde és a közgazdaság
tőkeellátása.

A közgazdaság tőkeellátása az értékpapírpiacon által a tőzsdei probléma-komplexum jelentős kérdése. Egyes közgazdászok szerint ugyanis az értékpapírtőzsde a rajta keresztül folyó tőkét elvonja a közgazdaságtól és ez a gazdasági körforgásból kivont tőke a termelés menetéből kiesik.

Az értéktőzsde róvására irták azt is, hogy egy konjunktúra következtében

fellépő tőke-szükség maga után vonja a termelés csökkenésével a gazdasági hanyatlást.

Ezeknek az állításoknak bővebb magyarázatával nem foglalkoztak és mint tényeket tekintve neves közgazdák is elfogadták.

Ha azonban közelebbről vizsgáljuk ezt a kérdést, úgy első sorban is azt kell szem előtt tartanunk, hogy minden vevővel szemben egy eladó áll. Így minden a tőzsdére kerülő tőke kell, hogy a másik oldalon felszabaduljon.

Lényegtelen ebből a szempontból, hogy a vásárlóerő hitelnyújtotta tőkén nyugszik-e, avagy a vevő és eladó spekulációján.

A "tőkét absorbeáló tőzsde" elgondolás lehetetlensége fennáll nem csak a nagyrészt változatlan árfolyamok esetén, hanem a változóknál is. Helytelen tehát az,

hogy az árfolyamok emelkedő tendenciája arányában mindig több és több tőkét köt le.

Hogy az értékpapírpiacnak bizonyosmértékű készpénzszüksége van, kétségtelen, ezt jól tudjuk, hiszen ebből a szempontból hasonló az értékpapírpiac és a többi piac helyzete.

A legjobb leszámolási- és tőzsde-szervezet mellett is lesznek függő összegek az egyes időpontokban, melyek kikapcsolva a termelés menetéből, improduktivakká válnak. Ezek azonban jelentéktelen tételek és mennyiségileg szinte meg sem állapíthatók.

Bizonyos esetekben, a javuló periódus végén és az emelkedő tendencia kezdetén, mikor a nagy közönség vételkedve erős, még a közgazdaság tőkeellátás-fokozása is megvalósul. Jelentős összegek folynak be ilyen-

kor a értéktőzsdére az ország minden részéből, oly összegek, melyek előzőleg nem voltak a pénzpiacon, hanem teauráltattak.

Ilyen periodusok idején jelennek meg az új emissziók, kibocsátások és sikeres lebonyolításuk is újabb tőkéket vezet be az értékpapirtőzsdén keresztül a közgazdaságba.

Az a kérdés, hogy mi történik az eddigi fejtegetéseim során megemlített, a tőzsdére vitt összegeknek megfelelően felszabaduló tőkével. A szabályos eset az, hogy az üzletkötés lebonyolítása után helyreáll a statusquo -közgazdaságilag tekintve- és csak személyszerinti változás következett be az értékpapírok tulajdonát illetően.

Kínálatcsökkenést a tőkepiacon két eset idézhet elő, egyrészt, ha a felszabaduló tőkék elhasználtatnak, vagy teaurál-

tatnak. Ez a két eset azonban minden piacnál előfordulhat, nem szabad kizárólag csak az értékpapirtőzsde rővására irni.-

Értéktőzsde és szellemi befolyása
a közgazdasági életre.

Szinte fel nem becsülhető jelentőséggel bír az értékpapirtőzsde immateriális, szellemi hatása a közgazdasági életre. Mindennapi életben éppen a pszichológiai mozzanatoknak tulajdonítanak nagy jelentőséget. Hiszen való egy bizonyos fokig az, hogy a közgazdasági életet nem a tények, hanem

első sorban az emberek alkotta véleményei, melyeket a tényekről kialakítanak, irányítják azt.

A modern -nem háborus- közgazdaságban, melyben oly nagy jelentősége van az értékpapírpiacnak, bizonyos, hogy a tőzsde véleménye, melyet a közgazdasági élet többi mozzanatáról alakított ki, nem lesz közönbős a gazdasági tényezők előtt.

Ez örvendetes hatás is mindaddig, míg a végletek tompítására szolgál és a közgazdaság érdekeit segíti elő. Minden esetre azonban rejthet magában veszedelmes csirákat is, mikor is egy tulzott spekulációra kerül sor, melynek előbb-utóbb össze kell omlania. Ennek az összeomlásnak lelki hatásai kedvezőtlenek a közgazdasági élet alakulására, mert a nyereszkesedés tulhajtásához vezethet. Az egy-

szerű kereseti vágy -Spiethoff szerint- nyereszkedési dühhé változik, mely gyorsan nagy vagyonokat akar szerezni és vakon törtet célja felé.

Ha a tulhajtott spekuláció összeomlik, úgy ennek kihatása megrendíti a közgazdaságba vetett bizalmat annak hátrányára. Folyománya lehet ennek a hitelkrízis is, mely katasztrofális is hathat a közgazdasági életre és megbéníthatja a termelés folyamatosságát.

II. Rész.

Az áralakulás.

Az áralakulás általában.

Az értékpapírpiacon problémájával foglalkozva és annak fő feladataira rávilágítva el nem kerülhető, az ezzel összefüggő kérdés megtárgyalása : az ár kialakulása és mikénti alakulása. A piaci árakat két nagy csoportba oszthatjuk és pedig az igazi értelemben vett piaci árakra, melyek kialakításában a kereslet-kinálat és a szabad piaci forgalom minden tényezője közreműködik és a monopólium árakra. Tekintve, hogy az utóbbiak az értékpapírtőzsde áralakulására szinte semmi befolyást sem gyakorolnak, további fejtegeté-

seim során nem is fogok rájuk kitérni, hanem csak az árak alakulására fogok szoritkozni a szabad versenyben.

Elkerülhetetlen ebből a szempontból először néhány árelmélet megvizsgálása és csak ezután figyelhető meg az ebből vont következtetésekkel az értéktőzsde áralakulása.

Objektív és szubjektív árelméletek.

A közgazdaságtan klasszikus iskolája az objektív árelmélet megalapítója. Azonban ennek az iskolának követői maguk sem voltak egy véleményen, vajjon a költségelmélet,

vagy a kínálat-kereslet elmélete a valódi ár-elmélet. Követői nagyrésze a költségelméletet fogadta el, noha ezt Ricardo annyiban korlátozta, hogy kivette e szabály alól azokat a javakat, melyek ára ritkaságuknál fogva, kinek-kinek saját értékelése szerint alakul és nem befolyásolja ezt a termelési költség.

A költség elméletet egyébként Carey oda módosította, hogy az ár alakulásánál nem a termelési, hanem az újratermelési költségek az irányadók.

A költségek elméletet a kereslet-kínálat elmélettel Smith támasztotta alá mondván, hogy csak az erőteljes kereslet hatásos. Ennek ellenére sem fejlesztették tovább a kereslet-kínálat elméletét a klasszikus közgazdászok.

A szubjektív ár elmélet gondolata

az, hogy a **javak** haszna is irányadó kell hogy legyen az áralakulásban. Ez a felfogás és kiinduló gondolat felszabadította a közgazdaság tudományát a klasszikusok egyoldalú árelmélete alól. Ez az elmélet az áralakulásának okát első sorban a szükségletben és az általa az emberekben előidézett értékelésben látta.

Még ma is gyakran előforduló téves felfogás, hogy az az elmélet kizárólag csak az érték és ár szubjektív meghatározásait tartja szem előtt. A valóságban azonban a költségelmélet követői által elhanyagolt szubjektív körülményeket is méltatja. Nézete szubjektív álláspontjából kifolyólag, hogy a cserénél -pénzcserét is ide értve- nem érték egyenlőségről van szó, hiszen a cserére való inger éppen az, hogy a felek a cserélendő jószágnak különböző értéket tulajdonítanak.

Szigoruan véve nincsen tiszta szubjektív elmélet, mert a különböző elméleteket tanulmányozva, csak tiszta objektív okokat elfogadó elméleteket találunk és olyanokat, melyek úgy a szubjektív, mint objektív okokkal dolgoznak.

A klasszikusok az ár kialakulását, csak a külvilág tényezőiből igyekeznek megmagyarázni és megelégszenek azzal, hogy a szabadverseny hatásait tanulmányozzák. Addig a szubjektív iskola az áralakulás pszichikai okait is figyelembe vette, érdeklődése középpontjába helyezte az érték-, ár-, és jövedelemforrást és így kialakította azt az új sokoldalubb rendszert, mely nem jelszavakon, hanem stabil alapokon nyugszik.

Erre vonatkoznak Schumpeter szavai:

"So entstand eine andere, viel reinere Ökonomik, die viel weniger konkretes Tatsachematerial enthält und daher auch viel weniger kurz ge-

fasste praktische Resultate bietet, aber ungleich
fester begründet ist."

Sem az értékelés, sem az ár nem
adódik ebből az elméletből, mint a felhasznált
költségek egyenes folyománya, hanem csak a jó-
szág azon tulajdonságából, mellyel a szükséglet
kielégítésére szolgál.

Míg a költségelmélet csak szabad
verseny mellett érvényesül a tetszésszerinti
számban előállitható javaknál -ez okból az ér-
tékpapirtózsde áralakulására nem alkalmazható
kielégítő módon-. Ezek a nehézségek a szubjek-
tiv érték és árelméletnél elesnek. Ez ugyanis
ugy szaporitható, mint nem szaporitható javak-
ra vonatkozik, sokkal pontosabban meghatározva
a szükséglet kielégítésének hatását és így tö-
kéletesebb, az áralakulás elemeit sokkal in-
kább figyelembevevő eredményre jut.

Habár a klasszikusoknál, mindenekelőtt Ricardónál a költségelmélet fontosságánál fogva -vagyis feltételezve azt, hogy az árak a tetszés szerint előállitható javaknál a természetes ár, illetve az előállítási költségek felé gravitálnak, - az áralakulásnál mindenekelőtt objektív felfogást találunk oly értelemben, hogy a költségek mint tények tekintendők, mindamellett náluk is található a szubjektivitásnak egy bizonyos árnyalata, amennyiben ők is, -legalább átmenetileg- az árakat a piacon a kínálat-kereslet által determináltatják.

A ritka javaknál Ricardó is, ha csak a kereslet oldalán árkialakító tényezőként a szerző fél szerzési kívánságának fokát jelöli meg.

Nem lenne tehát teljesen helytálló azt állítani, hogy a klasszikusok a szubjektív

tényezőket teljesen figyelmen kívül hagyták. Mégis más, olyan olyan meghatározásokról beszélni, melyből egy egységes, mindenfajta árra érvényesen alkalmazható magyarázatot lehet alkotni, és ezt az egész magyarázatot következetesen és sistematikusan a meghatározásra felépíteni, ahogy azt a határhaszon iskola később megtette.

A klasszikusok a meghatározásban figyelmen kívül hagyják az egységet, elhanyagolják a szubjektív meghatározásokat, a kínálatot többé kevésbé adottnak tekintik, a kereslet oldalát kevésbé támasztják alá érvekkel és mindenek előtt a kereslet létrejöttének jelentőségét nem tulajdonítanak.

A klasszikusok árelméletének ezt a hézagát veszi a szubjektív elmélet kiindulási pontnak. Azt magyarázzák, hogy az emberek szükségleteik kielégítésére bizonyos törvényszerűségek

szerint használják fel a rendelkezésükre szükösen és korlátozva álló eszközeiket.- Továbbá, hogy a szükséglet kielégítésre alkalmas javak kiválasztásánál az emberek gazdasági tevékenységének fontos célja, kinek-kinek rendelkezésére álló jövedelmes és vagyona. Emellett az egyéni cselekvés jelentőségét emeli ki egyrészt a gazdasági történésre, másrészt a közgazdasági egyedeknek a piacon végbemenő cselekedeteire nézve. Ennek megfelelően tehát az egyed saját szükségletének kielégítése céljából az egyes javak fontosságának elképzelését átviszi magára a szükséglet kielégítésére szolgáló javakra.

Igy keletkezik a haszon fogalma, mely azt a jelentőséget képviseli, ^{mely} a szükséglet kielégítésére megállapíttatik. Mindazon által haszenbecslés csak akkor szükséges, ha valamely jószágfeletti rendelkezés megváltozá-

sáról van szó. A javak feletti rendelkezések viszont egymástól függenek, amennyiben a szükséglet kielégítésére szolgáló javak igénybevételenek terve szerint az igénybevétel oly módon megy végbe, hogy először a legmagasabb értékű és legfontosabbnak érzett szükséglet kerül kielégítésre, míg az alacsonyabb rangsorban levők csak később, fontosságuk csökkenésének sorrendjében elégittetnek ki.

A szükségletek fontossága a kielégítés megkezdése előtt mérvadó csak teljesen. A kielégítés megkezdése után a szükségletresek egymáshoz való viszonya az irányadó, mert hiszen minden szükséglet, minél közelebb kerül a kielégítettség állapotához, annál jobban veszít a fontosságából és kielégítési szükségéből, a többivel szemben.

Ekkor már a kielégítés nem a fontosság szerint történik, mely szerint előfor-

dulna, hogy egyes szükséglet a telítettség állapotáig lenne kielégítve, míg viszont mások ugyanakkor kielégítetlenek maradnának, hanem a kielégítés azzal a célzattal történik, hogy lehetőleg egyenletes szükségletkielégítés, azaz egy kielégítési nivó, következzen be az egész vonalon, mely jóllehet az egyik szükségletnél sokkal hamarabb és könnyebben történik meg, mint ahogy a másiknál. Ha a szükségletkielégítés több jószág által érhető el, úgy egy kombinációs felállítás jön tekintetbe.

Ha a szükséglet kielégítésének és az ebből következő a fogyasztásra felhasználható javak értékelésfogalmának különös jelentőséget tulajdonítunk, úgy egyuttal a gazdasági alanyok kereskedelmi tevékenységének utolsó ismert pszichikai indokai keletkeznek. Az árelméletben ugyanis a haszon képezi az utol-

só és pedig szubjektív megállapítási alapot.

De nem az elvont hasznosság jön itt számításba, hanem a legkisebb haszon, a határhaszon, melyet egy jószágkészlet legracionálisabb felhasználása esetében az utolsó jószágegységgel képvisel.

Ehhez a határhaszonhoz úgy is eljuttunk, ha vesszük egy gazdasági alany összes igényének viszonyait és jövedelmének egy kielégítésre szánt eszközét, melyet az gazdaságilag még képvisel és, amelyről le kellene mondania, ha egy egységnyi mennyiség a kérdéses készletből megsemmisülne. Ez az utolsó egységnyi megsemmisült jószágegység állapítja meg használati értékét és ezzel hat árának kialakulására is .

Nem csak szubjektív mozzanatok bírnak jelentőséggel a kereslet oldalán. Már

fentebb utaltam arra, hogy a javak utáni kívánczóság intenzivitása egyrészt az egyén jövedelmének és másrészt vagyonának nagyságától függ. Így azután a vásárlóerő erőssége a kereslet oldalán az ár nagyságának egy objektív meghatározását alkotja, mikor is Schumpeter szerint a vásárlóerő alatt az elvont és nem a konkrét javakban megállapított javakfeletti hatalmat kell általában értenünk.

Az ár kialakításában a kínálat közreműködésének szempontjából is szubjektív és objektív mozzanatokat kell megkülönböztetnünk. Amennyiben terményekről van szó, úgy termelésük alkalmával felmerült költségeik valamint a készlet többé kevésbé erősen való korlátozottsága képezik az objektív alapot az ár kialakulásában.

Ezekben az esetekben más szubjektív

tények jönnek számításba, melyek az ár alakulásra hatást fejtenek ki.

Az termelés folyamán javakból más javakat teremtünk, mikor is az eredeti anyag átalakul, vagy felhasználódik. Ennek az elmulasztott haszonnak lényege abban áll, hogy az elhasznált termelési eszközök többet szükségletkielégítésre és további termelésre nem használhatók, de az a tény, hogy a termelő úgy a termelési eszközök igénybevételekor, mint, mikor ezek felhasználásáról dönt, hogy mely áru termeltessék, rendszerint nagy választék felett rendelkezik. Ez szubjektív ár-meghatározási oknak tekintendő.

Igy adódik a szubjektív iskola követői részére az a szükségesség, hogy az áralakulást nem egyszerű problémaként fogják fel, hanem az árak alakulását több komponens eredőjeként vegyék, tekintettel a kereslet-kinálat meghatározásaira, melyeket bizonyos

szabályszerűség uáral.

Az értékpapírok áralakulása.

Az áralakulásnál, mint láttuk kialakító tényezők játszanak közre. Ugyan ez az eset az értékpapírok esetében is, mégis meg kell jegyezni, hogy-ellentétben a termények nagyrészével- az értékpapíroknál fokozott mértékben érvényesülnek a szubjektív befolyások.

Az értékpapírok kereslete oldalán ez a tény azon alapul, hogy nem beszélhetünk egy oly kifejezett szükségletről, mint a táplálkozás, ruházkodás és lakás esetében, mert

itt csak a takarékoság szükségérzetének ki-
elégítéséről van szó, mely kevésbé intenzív
fokban jelentkezik és nem jelent közvetlen
fogyasztási kívánságot. Ez a szükséglet sok-
kal inkább csak a jövőbeli javak feletti ren-
delkezés biztosítására vonatkozik, tehát más,
későbbi időpontban fog jelentkezni, mint a
fentemlitett szükségletek, miért is azt esu-
pán előrelátható, vagy esetleg bekövetkezendő
felhasználásra szántnak tekinthetjük, ennek
pedig döntő jelentősége van a tőkebefektetés-
nél.

Nem szabad továbbá megfeledkezni
arról sem, hogy a takarékosági érzetet más
módon, mint tezaurálás, kölcsönnyújtás, ingat-
lanba való befektetés formájában is ki lehet
elégíteni.

Az értékpapír kínálata oldalán

különösen jelentős az a szubjektív mozzanat, hogy a tőke szerzése nem csak az értékpapir alakjához van kötve, -mialtal is részben bank- és jelzáloghitel által is elnyerhető.

Rá kell továbbá mutatni arra is, hogy az értékpapir árának kialakulásában az objektív elméletek egyik tényezője hiányzik és ez az előállítási költség.

Szemlélődésünk középpontjában állanak az értékpapirok azon sajtáságos tulajdonságai, melyek őket a megszerzésre alkalmassá, sőt kívánatossá teszik, és ez a jövedelmezőségük. Áralakulás szempontjából döntő tényező, mert ez befolyásolja értékelésüket és megindokolja adás-vételüket. Jelentős az is, hogy az értékpapirokba fektetett tőke állandó jövedelmi forrás és ennek megszűnte után pedig nem lesz semmivé, hanem visszatérítési kilátásokat nyújt.

Ennek következtében a biztonság és a rentabilitás befolyásolják a cserepárok értékelését. Ez a két tényező kötvényeknél és osztalékpapiroknál különböző mértékben és alakban nyilvánul meg.

Az előbbinél az adós fizetőképessége lép előtérbe és nem érdekesez, vajjon a kölcsön produktív, vagy improduktív célra lett felhasználva. A lényeges az adós fizetőképessége és az, hogy a kamatok, valamint a törlesztési hányadok szolgáltatására hajlandó és képes legyen. Ezért a kötvények vásárlója rendszerint olyan egyén lesz, aki tőkéje megmaradására és oly jövedelmezőségére számít, mely rizikómentes és valamivel magasabb, mint az országszerte használt kamatozás. Hiszen senki sem fekteti be tőkéjét olyan értékpapirba -kivéve az inflációs, vagy arra hajló idő-

ket,- mely az országos kamatlábnál esekélyebb jövedelmezőséget biztosít.

A biztosság megállapítása azonban gyakran nehézségekbe ütközik, mert különböző körülményekre lehet alapozva /kezesség, jelzálog és az adós általános gazdasági helyzete./ A biztosság az egyenlő kamatozású kötvényeknél az árfolyamokban tükröződik vissza. Míg a biztosság megállapítása az egyén elbírálásán nyugszik, azaz subjektive lesz értékelve, addig a hozam egy előre objektíven megállapított magasságban van. Ezért azután, ha egyenlően törlesztendő, de különböző kamatozású papirokat figyelünk meg, ezek árfolyama kell, hogy kamatozásuk arányával egyenlő legyen.

Befolyással van a kötvények árfolyamára természetesen azok törlesztése, vagy nem törlesztése, törlesztésük időpontja, valamint felmondhatóságuk, vagy felmondhatatlan-

ságuk.

Az osztalékpapiroknál ezzel szemben elsősorú kérdés az osztalék nagysága, mely rendszerint a mérlegszerű tiszta nyereség után igazodnak. Előfordul azonban, hogy az osztalékot a vállalat érdekében nem fizetik ki, hanem tartalékolják, úgy az értékelésre nem az osztalék irányadó, hanem esetleg más tényezők, mint a vállalat foglalkoztatottsága, osztalékpolitikája stb. Mert az osztalékpapir értékek meghatározásánál az is számításba jöhet, ha osztalék nincsen, vagy nem megfelelő magas, hogy mit keres a vállalat. Ha osztalék nincsen ugyanis tiszta nyereségét más célra kell fordítania. Ilyenkor fordul az elő, hogy a nyereséget tartalékalapokba utalják, ezek pedig befolyással bírnak a jövőbeni osztalékokra.

Osztalékpapírok jövedelmezőségének bizonytalansága a lényeges különbség az osztalékpapírok és a fixkamatozásuak között.

Még most is irányadó az osztalékpapírok árfolyamalakulásában a pénzpiac helyzete, az általa kitermelt kamatláb, ennek folyománya a rentabilitás és az árfolyam. Nem háborus viszonyok között, mikor az osztalékpolitika nincs rendeletileg szabályozva, korlátozva, mint ma, akkor a részvénytársaságok rendszerint a kis és állandó osztalékok politikáját folytatják, hogy elkerülhetőek legyenek a kilengések. Ez a kis részvényesek érdekeit szolgálja. A nagyobb nyereségek fölös részét inkább tartalékolják, esetleg titkos tartalékokba utalják és így bizonyos fokig az önfinanszírozást teszik lehetővé. Ezáltal vi-

szont a magaskamatozásu bankkölcsönök felvételét kerülhetik el.

A titkos tartalékok természetesen a nagy közönség előtt ismeretlenek és így esetleg az helytelen képet alakít ki magának az illető vállalatról.

Ezeken a tényezőkön kívül befolyásolják az árfolyamok kialakulását a nagyobb tömegű vételek, melyek a részvénytöbbség megszerzésére irányulnak egyes vállalatoknál. Ilyen hatással vannak a fuziok és hasonló transactiók is. Ilyenkor a pénzpiac helyzetétől függetlenül emelkednek az illető részvény árfolyamai.

Vannak még az említetteken kívül is tényezők, melyek az osztalékpapír árfolyamánál szerepet játszanak.

Ilyen természetesen a kötvényeknél említett biztonság, ha nem is olyan mértékben, mint azoknál, továbbá a spekulációs-

hozam, azaz, hogy spekuláció esetén milyen nyereség várható; a liquidációs érték, ~~mely~~ mely a vállalat esetleges felszámolása esetén a vagyonrészekből egy részvényre esik. Figyelembe veszik azt is, hogy a jövődő osztalék az árfolyamban bentfoglaltatik.

Ezek az ismerttetett jelenségen kívül nem utolsó sorban említendő meg a kínálat-kereslet, ~~melynek~~ nagysága és intenzitásának megfelelően hat az árfolyamokra.

Mindezek a szempontok, melyek hatásukat éreztetik, természetesen egyéenként változnak, az egyes szempontoknak tulajdonított fontosság szerint. Innen adódik azután az egyéenkénti különböző értékelés, mely a tőzsdei adás-vétel indító oka.

Ha most már az eddigieket össze-

foglaljuk, megállapítható, hogy az értékpapiroknak közvetlenül észlelhető áralakulása szabályszerint a tőkepiac, valamint az értékpapírok hozamából alakított közvetett áralakulásának eredménye. A tőkepiac mindenkori helyzetéből adódik a hozam és az árfolyam közti arány, a rentabilitás, mely lényegileg az árfolyam megállapítója. Így alakul közvetve a jövedelmezőség alapján az árfolyam, mely az értékpapír faja szerint biztonságának és különleges körülményeinek számításbavételével a megfelelő magasságban fog mozogni.

Fejtegetéseim során az értékpapírok árfolyamalakulását különböző tényezők eredőjeként mutattam be. Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy a közgazdaság ár-elméletei és a valóságos áralakulás különbözik egymástól, hiszen az értéktőzsdén nem holt

szám-anyagról van szó, hanem az értékpapírok mögött emberek, embercsoportok állanak, akik különféle célokat követnek és a viszonyok külső alakulása mellett saját előnyük elérésére törekszenek. Tehát az árfolyamok alakulására ezek az érdekcsoportok is jelentős hatással vannak. Befolyásuk boncolgatására nem térnek ki, mert ezek az okok nem tartoznak szigorúan véve a közgazdaságtan árelméletei körébe, másrészt nem is igen foglalhatók össze, hiszen számuk oly nagy, mint amennyi helyzetet, körülményt és lehetőséget tud a gyakorlati élet kitermelni.

1943.

DEBRECENI EGYETEMI KÖNYVTÁR
3464 1983 gyarapodási naplószám