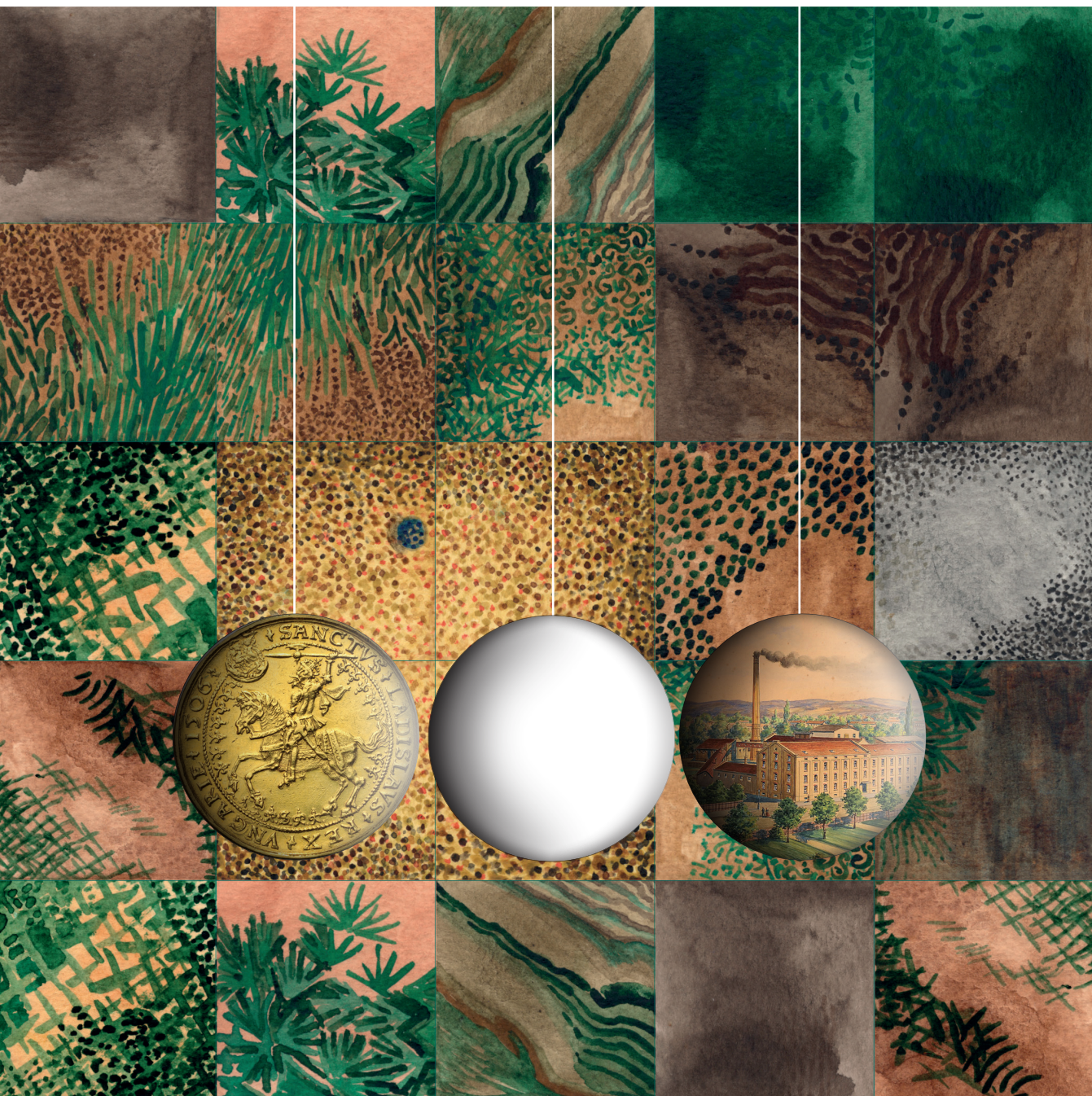


MAGYAR GAZDASÁGTÖRTÉNETI ÉVKÖNYV 2024

KAMAT – CSALÁDI GAZDASÁG



Tartalom

KAMAT

PÓSÁN LÁSZLÓ	
Járadékhitelzés a késő középkori porosz városokban (1350–1450)	9
TÓZSA-RIGÓ ATTILA	
A kamatok változása az állami hitelzés gyakorlatában a 16. század második felében és a 17. század elején	31
HALMOS KÁROLY	
Az auszugális. Forrásértelmezés	47
KOVÁCS KRISZTIÁN	
A Ráday család eladósodása a 19. század első évtizedeiben	69
RADNAI MÁRTON – SZATMÁRI ALEXANDRA	
Magyar pénzügyi befektetések hozamai 1864 és 1913 között	87
HORVÁTH GYULA	
Kamatok, halandóság, díjtartalék. Szabályozási irányzatok a biztosításügyben a 19. század végén és a 20. század elején	117
POGÁNY ÁGNES	
Gazdavédelem és pénzügyi válság. A mezőgazdasági adósságkrízis és kezelése Magyarországon az 1930-as években	137

CSALÁDI GAZDASÁG

KOLOH GÁBOR	
A paraszti kisbirtoküzem. A családi gazdálkodás változása a 19. századi vidéki Magyarországon	177
KOVÁCS ESZTER KATALIN	
„Nem csak a legelőn élhet a marha, hanem otthon is” Az Erdődyek és a jobbágyok küzdelme a legelőért a vépi uradalomban az 1830–1840-es években	209

BALOGH ÁDÁM TIBOR – MOLNÁR GYÖNGY KRISZTINA Nemzedékek egy sikeres családi vállalkozás történetében. A Kugler Henrik utóda Gerbeaud vállalat	239
SIMONKAY MÁRTON Család és rátermettség. Ifj. Chorin Ferenc karrierútja 1921 és 1933 között	271
BAGDI RÓBERT Családi gazdaságok Pusztaszakállason, egy alföldi tanyás jellegű külterületen	293
MEGEMLEKEZÉS	
KÖVÉR GYÖRGY Orosz István (1935–2024)	329
Szerzők	333
Contents	335
Magyar Gazdaságtörténeti Évkönyv 2025. Felhívás	337

Magyar pénzügyi befektetések hozamai 1864 és 1913 között¹

A pénzügyi befektetések hosszú távú hozamának vizsgálata fontos mind közgazdaságtudományi (a kockázati prémium rejtélye), mind gazdaságtörténeti, mind pedig gyakorlati (nyugdíjtervezés) szempontból. Mivel a jelenlegi magyar tőkepiac 1990 óta működik, mindössze harmincnégy éves idősorral rendelkezünk, ami nem elegendő a nyugdíjtervezéshez szükséges harmincéves várható hozam előrejelzéséhez. Ennek a problémának a kiküszöbölésére a gyakorlatban előszeretettel alkalmazzák a nemzetközi, elsősorban amerikai, immár kétszáz éves idősorokat, azonban ezek magyar viszonyokra történő alkalmazása erősen kérdéses – gondoljunk csak arra, hogy az Egyesült Államok területén a 20. században nem volt háború, míg Magyarországon kettő is. Ennek alternatívája lehet az 1864 és 1948 között működő Budapesti Áru- és Értéktőzsdén (BÁÉT) jegyzett befektetések hozamának tanulmányozása. Írásunkban az 1864–1913 közötti időszakot elemezzük egy általunk gyűjtött új idősor alapján. Meghatározzuk a fő eszközcsoportok hozamait, megvizsgáljuk azokat ágazati bontásban, és összehasonlítjuk a korabeli New York-i és londoni hozamokkal is.

Nemzetközi és magyar kutatások

A múltbeli részvényárfolyamok kutatásának az Egyesült Államokban a Center for Research of Security Prices (CRSP) 1960-as létrehozása adott lendületet, amelyet James Lorie és Lawrence Fisher, a chicagói egyetem oktatói alapítottak a Merrill Lynch által adott támogatásból. A központ célja kezdetben a New York-i tőzsde (NYSE) részvényadatainak egységes adatbázisba rendezése volt az 1926–1960-as időszakra vonatkozóan. Az adatrögzítést havi részvényárfolyamokkal kezdték, majd később a napi adatokra is kiterjesztették, emellett az osztalékok, a bevezetett mennyiségek és a társasági események adatait is gyűjtötték. Lorie és Fisher az első

¹ Köszönettel tartozunk a kutatást lehetővé tevő erőfeszítéseikért Biszak Sándornak, az Arcanum Adatbázis Kft. ügyvezetőjének, Sándor Tibornak, a Fővárosi Szabó Ervin Könyvtár Budapest Gyűjtemény igazgatójának és annak a több mint ötven közreműködőnek, akik adatok rögzítésével segítettek munkánkat. Köszönjük a cikkel kapcsolatos megjegyzéseit Pelles Mártonnak, valamint az ELTE BTK vállalkozástörténeti műhelyében lezajlott beszélgetés minden résztvevőjének.

eredményeket cikkben publikálták,² így többek között azt, hogy a részvények adózás előtti átlaghozama az osztalékok újrabefektetését feltételezve 9% volt 1926 és 1960 között. Érdekesség, hogy az adatok feldolgozásához már számítógépet, egy IBM 7094-est használtak, amely 25 perc alatt végezte el a számításokat. A központ és az általa gyűjtött adatok jelentősen hozzájárultak az 1960-as és 1970-es évek megannyi klasszikus pénzügyi közgazdaságtani felfedezésének megszületéséhez: például ahhoz, hogy a részvények hozamának időbeli alakulása a véletlen bolyongáshoz hasonló.³ A havi adatokat később napi adatok követték, a piaci lefedettséget pedig kiterjesztették az Egyesült Államok minden piacára, majd a befektetési alapokra is.

A CRSP-nek nem volt célja az 1926 előtti adatok gyűjtése, ezért ezt más kutatók tették meg. William Schwert az 1802 és 1987 közötti időszakra konstruálta meg a részvénytőzsi indexeket havi lebontásban.⁴ Munkájához a CRSP-n kívül többek között a Cowles Commission adatait használta föl, amelyeket az osztalékhozamokkal korrigált, de eredményei meglepően hasonlóak voltak Lorie és Fisher adataihoz: a hosszú távú részvényhozam nála 8,86% volt.

Jeremy Siegel a részvények 1802 és 1990 közötti reálhozamát számította ki, amit igen stabilnak, 6% körülinek talált, szemben a kötvények reálhozamával, amely folyamatosan csökkent időben, egyre növelve így a részvények többlethozamát.⁵ Ez utóbbi jelenség külön elnevezést is kapott az irodalomban: a részvény-többlethozam rejtélye (*equity premium puzzle*).

William Goetzmann, Roger Ibbotson és Li Peng a NYSE-n jegyzett részvények 1815 és 1925 közötti adatait újra feldolgozta,⁶ így javítva az adatok minőségét. Cikkükben a hosszú távú hozamok előrejelezhetőségét és változékonyságát is vizsgálták.

További kutatásokat végzett az amerikai részvények többlethozamával kapcsolatosan Olivier Blanchard, William Goetzmann és Roger Ibbotson, illetve Jeremy Siegel.⁷

A kutatók más piacok adatait is elkezdtek vizsgálni. Az Egyesült Királyságét többek között William Goetzmann és Richard Grossman,⁸ valamint William Goetzmann és Andrey Ukhov kutatta. Goetzmann a londoni tőzsde indexét elemezte éves szinten 1695 és 1989 között, az adatokat különböző szerzőktől, hét különböző forrásból gyűjtötte össze.⁹ A teljes időszakos átlagos hozam 2,1% volt, ami viszont nem tartalmazott osztalékot. Az átlaghozam nagyjából folyamatosan nőtt, a 17–18. században 0,5%, a 19. században 1,2%, a 20. században pedig már 4,9% volt.

2 Fisher–Lorie 1964.

3 Fama 1965.

4 Schwert 1990.

5 Siegel 1992.

6 Goetzmann–Ibbotson–Peng 2001.

7 Blanchard 1993; Goetzmann–Ibbotson 2005; Siegel 2005.

8 Grossman 2002.

9 Goetzmann 1993.

Goetzmann és Ukhov a brit befektetők hazai és külföldi befektetéseinek hozamát hasonlította össze a londoni tőzsdén jegyzett hazai és külföldi részvények adataiból 1870 és 1913 között.¹⁰ Számításaik szerint a hazai részvények nominális, osztalékot is tartalmazó átlaghozama 7,5%, a külföldieké pedig 9,4% volt ebben a periódusban.

A különböző országok tőzsdei hozamának összehasonlítására Philip Jorion és William Goetzmann vállalkozott.¹¹ Cikküket az motiválta, hogy a részvények hosszú távú hozamának számszerűsítésekor a legtöbbször az amerikai adatokból indulnak ki, ami viszont, amint arra már utaltunk, jelentős túlélési torzítást tartalmaz, mivel az Egyesült Államok területén a 20. században nem folyt háború, ami viszont nem mondható el a világ számos más országáról. Cikkükben az 1921 és 1996 közötti időszakot vizsgálták meg a világ 39 országában. A legmagasabb reálhozamot az előzetes várakozásoknak megfelelően az Egyesült Államok érte el 4,3%-kal, míg a többi ország reálhozamának mediánja 0,8% volt (az adat osztalékot nem tartalmaz). A fentiek alapján megfogalmazott sejtésük szerint a kockázati prémium rejtélyének egyik oka az, hogy a befektetők bizonyos valószínűséggel számítanak háború kitörésére és a részvények jelentős elértéktelenedésére, így amely piacon ez nem következik be, ott utólag magas reálhozam realizálódik, ezzel túlélési torzítást okozva. Érdekesség, hogy a budapesti tőzsde adatait is elemezték az 1925 és 1944 közti időszakban, itt a számított reálhozam 2,8%-nak adódott (osztalékkal együtt pedig 6,2%-nak).

A magyar tőzsdei befektetések hozamának elemzésével elsőként Kőrösy József (1844–1906) foglalkozott.¹² Kőrösy, aki a Fővárosi Statisztikai Hivatal elnöke volt, kétrészes tanulmányában az 1874 és 1898 közötti időszakot vizsgálta. Megállapította, hogy a részvények átlagos árfolyamra vetített osztalékhozama az időszak alatt 6,3% volt (az egyes éveket számtani átlag alkalmazásával átlagolta). Ugyanezen időszak alatt a magyar államadósság átlagos szelvényhozamának számtani átlaga 5,1% volt. Sajnos nem készített árfolyamnyereséggel együtt számított hozamot a teljes piacra, és ilyen hosszú távra a számtani átlag alkalmazása is torzít, ennek ellenére a munka úttörő jelentőségű már csak a szisztematikusan összegyűjtött és publikált rengeteg adat miatt is.

Mérő Katalin művében egyrészt áttekintette a BÁÉT intézményrendszerét és történetét, különös tekintettel a válságokra (az 1873-as krach, az 1882-es úgynevezett Bontoux-krízis hatása, az első világháború alatti és azt követő események, a nagy gazdasági válság, a második világháború alatti események).¹³ Másrészt grafikonokat készített a vezető részvénytársaságok névértékének időbeli alakulásáról 1864 és 1914, valamint 1927 és 1943 között nominálértékben, 1919 és 1925 között pedig inflációval korrigálva is. Bár célkitűzése az volt, hogy a nyolcvan év

¹⁰ Goetzmann–Ukhov 2005.

¹¹ Jorion–Goetzmann 1999.

¹² Kőrösy 1901.

¹³ Mérő 1988.

hosszú időszorra a tőzsdei árfolyamok mozgását jellemző indexet állítson össze, ez nem sikerült teljes mértékben, mivel összesen 94 vállalatot vont be az elemzésbe (a valaha a BÁÉT-en jegyzett részvények száma számításaink szerint 739). Csak olyan vállalatokat vizsgált, amelyeket legalább tizenöt éven át jegyeztek, emellett egyéb korlátozó feltételekkel is élt: a közlekedési vállalatokat például kihagyta az elemzésből, mivel azokat az időszak egy részében inkább kötvényhez hasonlóknak ítélte meg, a nem budapesti székhelyűeket pedig azért nem vette figyelembe, mert az első világháborút követően azok már nem mind Magyarországon működtek. Emellett a vállalatok által fizetett osztalékokkal sem foglalkozott, pedig amint azt később majd látni fogjuk, a részvényesek jövedelmének – elsősorban az első világháború előtt – az volt a jelentősebb forrása, nem az árfolyam-növekedés. Az általunk is vizsgált 1864–1914-es időszakra azt találta, hogy az árfolyamok átlagosan a kezdeti névérték 220%-ára, éves szinten tehát mintegy 1,62%-kal emelkedtek (ez, mint később látni fogjuk, összhangban van az általunk ugyanerre számított 2%-kal).

Intézményi háttér

A kor pénzrendszerei

A vizsgált időszakban két pénznemben jegyezték az árakat a tőzsdén. 1864-től 1899-ig osztrák értékű forintban, azt követően pedig koronában.

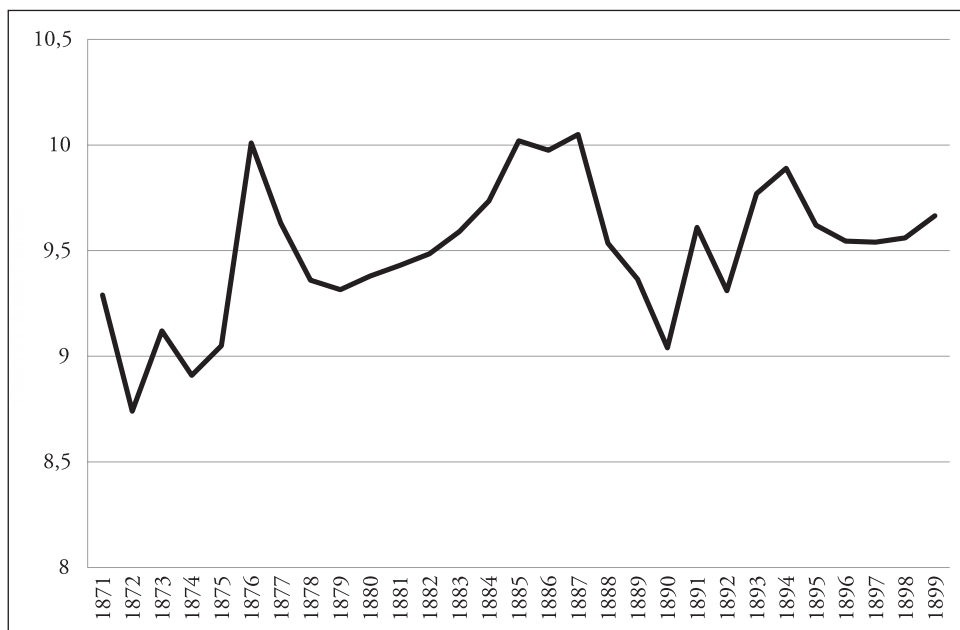
Az osztrák értékű forint 1858-ban lett a Habsburg Birodalom közös pénzneme, amelyet az Osztrák Nemzeti Bank bocsátott ki. A kiegyezés után az Osztrák–Magyar Monarchiának is a közös valutája maradt.¹⁴ Értéke ugyan jogilag 1878-tól, az Osztrák–Magyar Bank létesítésétől ezüstben volt meghatározva, de a Bank a bankjegyeket nem volt köteles ezüstre váltani, csak a pénzérmeiket ezüstre, és fordítva.¹⁵ Nem sokkal ezután, 1879-ben azonban még az ezüstermék veretését is felfüggesztették a piaci szereplők számára a nagy méretű ezüstbeáramlás miatt.¹⁶ A papírpénzen kívül ezüst- és aranyforintot is vertek, amelyek értéke nyilvánvalóan az egyes nemesfémek árfolyamaival mozgott együtt, és ezért papírpénzben mért árfolyamuk (melyet a tőzsdén jegyeztek) ingadozott. A következő ábrán látható, hogy a 8 forintos aranyérme árfolyama 8,75 és 10 között ingadozott, ami igen jelentős, $\pm 7\%$ -os tartományt jelentett.

¹⁴ 1867. évi XVI. törvénycikk, 12. szakasz.

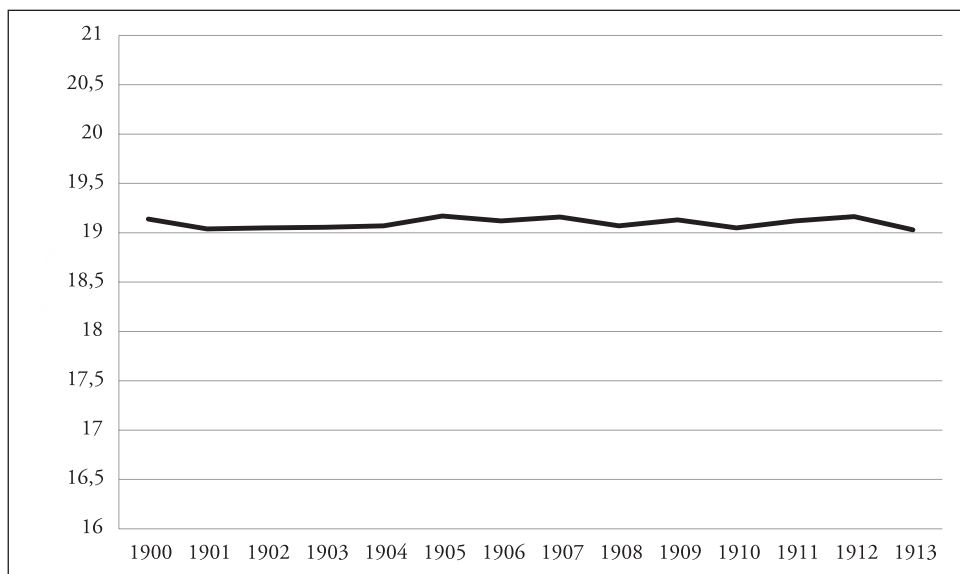
¹⁵ 1878. évi XXV. törvénycikk, 87. szakasz.

¹⁶ Kövér 1993.

1. ábra. Az osztrák–magyar 8 forintos aranyérme árfolyama 1871 és 1899 között (osztrák értékű forint)

Forrás: *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja*

2. ábra. Az osztrák–magyar 8 forintos aranyérme árfolyama 1900 és 1913 között (korona)

Forrás: *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja*

1892-ben bocsátotta ki az Osztrák–Magyar Bank az osztrák–magyar koronát, amely immár jogilag is az aranyhoz volt kötve.¹⁷ A forint és a korona váltószáma 1:2 volt, azaz egy forintért 2 koronát adtak. Egy ideig a két pénznem párhuzamosan volt forgalomban, de 1900. január 1-jén kötelező volt áttérni a korona használatára, és a tőzsdén is ekkortól jegyezték az árakat koronában. Mint a 2. ábrán látható, a 8 forintos arany árfolyama ezután már csak igen szűk, 19,05 és 19,15 közötti, $\pm 0,5\%$ -os sávban ingadozott, azaz a forint- és koronabankjegyek értékének aranyhoz rögzítettsége ténylegesen megvalósult.

A jegyzett részvények áttekintése

A Pesti Áru- és Értéktőzsde 1864. január 18-án nyitotta meg kapuit. Ezen a napon 13 részvénnel, 4 kötvénnyel és 1 záloglevéllel kezdődött meg a kereskedelem a mai Széchenyi tér jobb oldalán található szálló helyén álló egykori Lloyd-épületben. A tőzsde 1868. március 24-én egyesült az 1854-ben alapított és korábban árutőzsdei szerepet ellátó Gabonacsarnokkal, ettől kezdve a terményforgalom is rajta keresztül bonyolódott, majd 1873-ban, Budapest létrejöttét követően neve Budapesti Áru- és Értéktőzsde lett.¹⁸

A tőzsdén jegyzett részvények száma a kezdeti 13-ról 1873-ra 115-re, csaknem tízszeresére nőtt. Ezután az 1873-as tőzsdekrach (részletesen lásd Kövér műveit¹⁹) nyomán a tőzsde fejlődése megtorpant, a részvények száma 1877-re 68-ra csökkent, elsősorban a nagyszámú bankcsőd következtében. A tőzsde második virágzása az 1890–1895-ös időszakban volt, amikor a részvények száma 93-ról 157-re nőtt. Végül az első világháborút nem sokkal megelőző 1909–1911-es időszakban nőtt ismét a részvények száma jelentősen, 148-ról 178-ra.

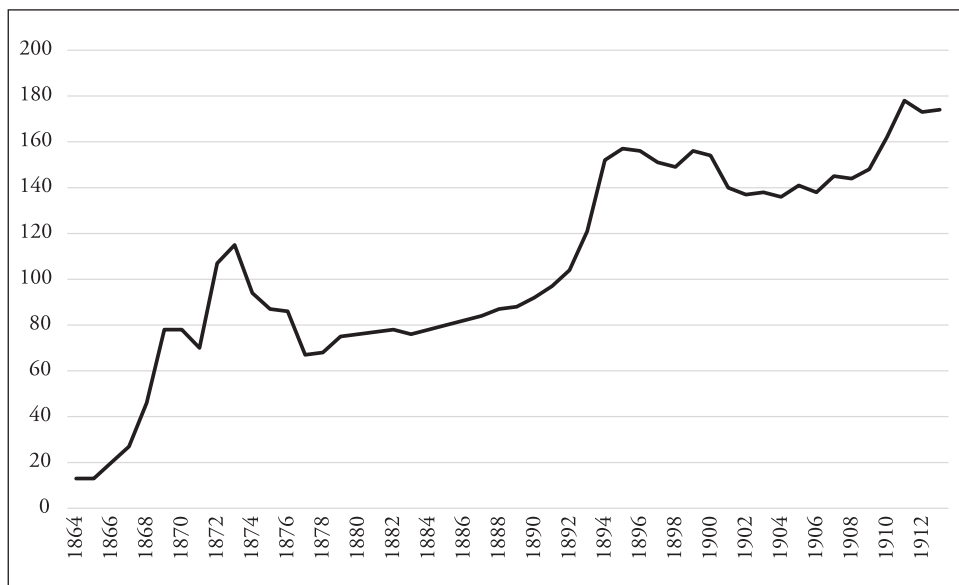
Kezdetben, 1864 és 1868 között a gőzmalmok indultak dinamikus növekedésnek, részarányuk 15%-ról 30%-ra nőtt. Ezt követően a bankok és takarékpénztárak aránya nőtt erőteljesen, az 1868-as 20%-ról 1873-ra elérve a 40%-ot. Az 1873-as krach utáni években a közlekedési vállalatok, azon belül is a vasúttársaságok száma emelkedett, 1887-ben érte el a maximumát 29%-kal, majd a vasutak államosítása következtében csökkenni kezdett (bár jó néhány részvény az államosítást követően is a tőzsdén maradt, mint garantált osztalékhozamot fizető kvázi államkötvény). Az 1890-es évek az iparvállalatok számának növekedését hozták el: arányuk az 1890-es 32%-ról 1896-ra 50%-ra nőtt.

¹⁷ 1892. évi XVII. törvénycikk.

¹⁸ Félegyházy 1894.

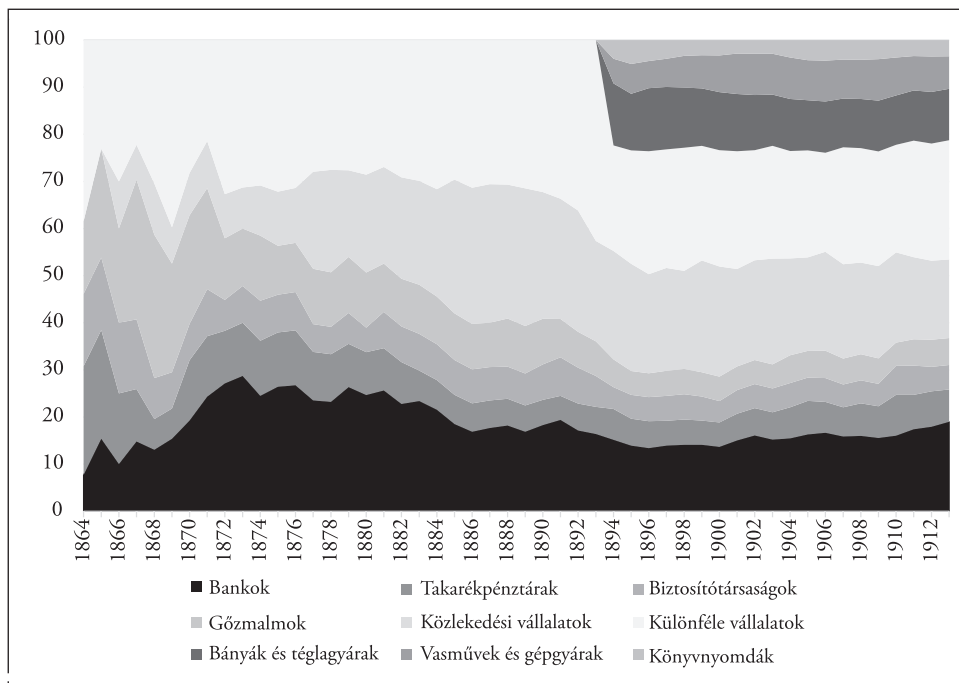
¹⁹ Kövér 1986; Kövér 2018: 221.

3. ábra. A tőzsdére bevezetett részvények száma 1864 és 1913 között (darab)



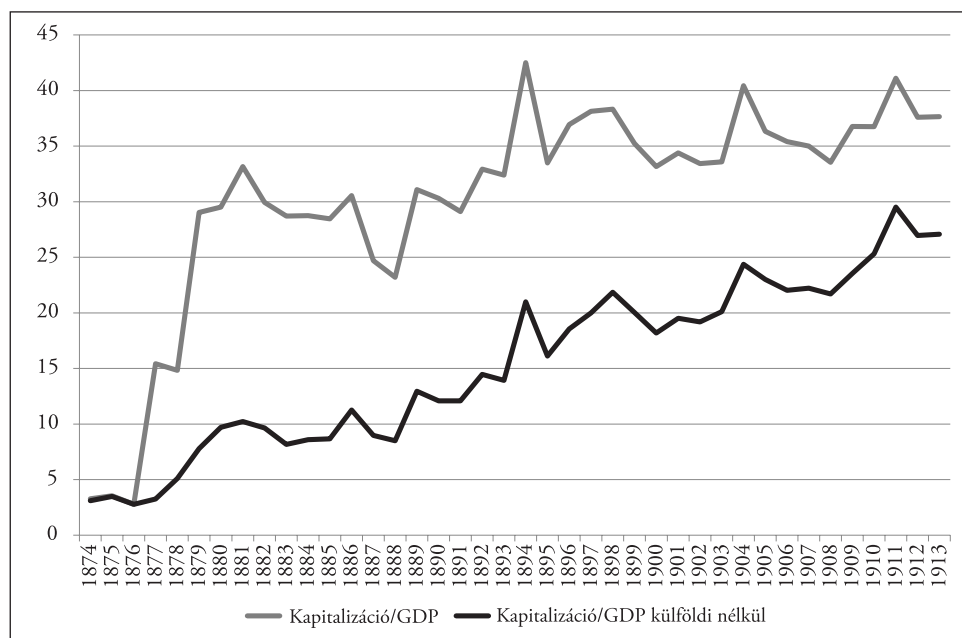
Forrás: Saját számítás

4. ábra. A tőzsdére bevezetett részvények ágazati megoszlása 1864 és 1913 között (százalék)



Forrás: Saját számítás

5. ábra. A tőzsdei kapitalizáció és a GDP arányának változása 1874 és 1913 között (százalék)



Forrás: Saját számítás

A tőzsdei kapitalizáció (a részvények tőzsdére bevezetett összértéke, azaz darabszáma szorozva az árfolyammal) GDP-hez mért aránya szinte végig növekedett a dualizmus korában (a GDP-adatokat Jobst és Scheiber tanulmányából²⁰ vettük). Annak érdekében, hogy a budapesti tőzsde gazdaságban betöltött valódi szerepéről képet kapjunk, kiszámítottuk azt az arányt is, amelyben nem vettük figyelembe a bécsi tőzsdén is jegyzett részvényeket.

A teljes kapitalizáció a GDP-hez képest az 1874-es 3%-ról 1881-re 33%-ra nőtt, elsősorban a külföldi részvények bevezetésének köszönhetően. Ezt követően az arány némi megtorpanás után 1894-re elérte a 40%-ot, majd akörül ingadozott a továbbiakban.

A külföldi részvények nélkül vett kapitalizáció az 1874-es 3%-ról szinte folyamatosan növekedve 1911-re érte el maximumát 29,5%-os értékkel. A külföldi részvények kapitalizációja egyébként 1881-ben volt a legmagasabb 22,5%-kal, majd szinte folyamatosan csökkent, 1913-ra 10,6%-ra.

Dmitry Kuvshinov és Kaspar Zimmermann tanulmányában²¹ 17 fejlett ország piaci kapitalizációjának GDP-hez mért arányát hasonlítja össze az 1870 és 2016 közötti időszakban. A mediánarány ezekben az országokban 1870-ben 20% volt,

²⁰ Jobst–Scheiber 2014.

²¹ Kuvshinov–Zimmermann 2022.

ami 1913-ra 40% körüli értékre nőtt meg. Ezt a magas szintet ezek az országok csak az 1990-es években voltak képesek újra meghaladni (és van, ahol még ma sem).

Megállapították azt is, hogy azokban az országokban, ahol precedensalapú jogrendszerek működtek (Kanada, Ausztrália, Egyesült Királyság, Amerikai Egyesült Államok), az arányok átlagosan 10–15 százalékponttal magasabbak voltak a többi országnál. Összehasonlításképpen ez a ráta jelenleg Magyarországon 18%, Ausztriában 30%, Németországban 60%, Amerikában 194%.²²

Elmondható tehát, hogy a magyar tőkepiac gazdaságban betöltött szerepét tekintve röpke fél évszázad alatt felzárkózott a kontinentális jogrendszerű fejlett országokhoz. Ez csak első látásra mond ellent annak, hogy Magyarországon a vállalatok finanszírozásának elsődleges útja a banki út volt. Ugyanis számos esetben találtunk példát arra, hogy a cég tőzsdére vitelét éppen a bankok kezdeményezték, ugyanis ekkor még jelentős részvényesei lehettek a vállalatoknak, és vezetőiket az igazgatóságokba is delegálták, hogy így biztosítsák hiteleik megtérülését.

Az árjegyzés rendszere és az árjegyzőlap tartalma

A tőzsdén kezdettől fogva árjegyzéssel állapították meg a záróárakat. Ez azt jelentette, hogy a kereskedés végén kezdetben két tőzsdei bizottmányi tag az országfejedelmi (1869-től miniszteri) biztos felügyelete mellett áttekintette az adott napon történt kötések, majd vételi és eladási árajánlatokat kért a részvényekre az adott részvényben kereskedő alkuszoktól, hogy ezen információk alapján állapítsa meg a hivatalos záró vételi és eladási árfolyamokat. 1879-ben bekerültek az árjegyző bizottságba a bizottmányi tagok mellett a legnagyobb bankok képviselői is, és ez állapította meg az árakat a tőzsdei titkárok információi alapján. 1894-től az árjegyző bizottság kilenctagúra bővült, és egy tőzsdetanácsi tag és a tőzsdei titkár mellett hét tagja immár alkusz volt, akik hetente váltották egymást. 1897-től a bizottságok tagjai negyven, a tőzsdetanács által kinevezett tőzsdetag közül kerültek ki. A tőzsdetanácsi tag és a titkár mellett mindig öt tőzsdetag váltotta egymást hetente a bizottságban.²³

A hivatalos árjegyzőlapban kezdetben a záró vételi és eladási (korabeli nevén „pénz” és „áru”) árfolyamokat, valamint az adott napon előforduló összes kötés árát publikálták, 1894-től kezdve pedig a záró vételi és eladási, a napi legalacsonyabb és legmagasabb árfolyamot. Az értékpapírok forgalmát az árjegyzőlapban sajnos nem közölték.

A részvények ára az osztalékot az osztalékfizetés napjáig tartalmazta, azt követően nem. A kötvényeket nettó árfolyamon jegyezték, tehát azok jegyzett árához az

²² World Bank 2021.

²³ Engel–Bartha 1914.

utolsó kamatfizetés óta felhalmozódott kamatot hozzá kellett adni, így alakult ki az elszámoláskor fizetendő ár. A kamatozó részvények esetében csak a „felülosztalékot”, azaz a rögzített kamatot meghaladó osztalékot tartalmazta, a kamatot nem, azt a kötvényekhez hasonlóan az árhoz hozzá kellett adni, hogy a fizetendő árfolyamot kiszámítsuk.

Határidős piac

A tőzsdén 1888-tól kezdve lehetővé vált a leglikvidebb részvények és állampapírok határidős adásvétele is. A határidők egy hónapon belüliek voltak, és egyes részvényeknél a hó közepére, másoknál a hó végére szóltak. Az állampapírok esetében a hó közepére és végére is lehetett üzletet kötni.

A határidős jegyzések bevezetésének következménye általában az lett, hogy az alaptermékek piaca illikviddé vált (vagyis forgalmuk lecsökkent), így sokszor árat sem jegyeztek rájuk. Ezt a helyzetet illusztrálja a 6. ábra – olyan termékek esetében, ahol mind az azonnali, mind a határidős kereskedés lehetséges, csak a hónap közepére vagy végére szóló határidős termékekre van árjegyzés. A határidős kereskedés 1914-ig tartott, újraindítását az első világháborút követően „spekulatív volta miatt” nem engedélyezték.

Bécsben is jegyzett részvények

A kapitalizációt bemutató bekezdésben már írtunk arról, hogy 1877-től kezdve több fontos, a Monarchia egészében aktív vállalat Bécsben is jegyzett részvényét is bevezették a budapesti tőzsdére. Ezek közül a legjelentősebb a Déli Vasút (K. u. K. Privat Südbahn-Gesellschaft), az Osztrák–Magyar Államvasút (K. u. K. Privat Österreichische Staats-Eisenbahn-Gesellschaft), az Osztrák Hitelintézet (Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe) és az Osztrák–Magyar Bank (Österreichisch–Ungarische Bank) volt. Jelentőségüket mutatja, hogy 1877-ben ezek tették ki a kapitalizáció 79%-át. Részarányuk fokozatosan csökkent, de még 1913-ban is 28% volt.

Ezzel párhuzamosan Bécsben is megkezdődött néhány magyar részvény jegyzése.²⁴

²⁴ Ennek a hagyománynak a folytatásaként 1990-ben, a Budapesti Értéktőzsde újraindításakor bevezetett IBUSZ-, illetve a kicsit később bevezetett FOTEX-részvényeket Bécsben is jegyezték – részletesebben lásd: Radnai 1993.

6. ábra. Azonnali és határidős részvényárfolyamok az árjegyzőlapban

Az V–XIV. alatt jegyzett értékpapírok árfolyama darabonként koronában értendő.		Die Kurse der unter V–XIV notierten Effecten verstehen sich per Stück in Kronen.		Koronaérték — Kronenwährung					
V. Bankok részvényei. — Act. v. Banken.				legalszo-nyobb niedrigster	leg- magaabb höchster	mai utolsó árfolyam heutiger Schlusskurs		az előző évi tőzsde utolsó árfolyama — Schlusskurs der letzten Mittagsbörse	
				Árfolyam Kurs		Pénz Geld	Árú Waare	Pénz Geld	Árú Waare
Angol-osztrák bank	Anglo-österreichische Bank	—	—	—	—	278	—	280	—
Budapesti Bankgyesület r.-t.	Budapester Bankverein Act.-Ges.	—	—	—	—	180	—	182	—
Első magyar iparbank	Erste Ungarische Gewerbebank	—	—	—	—	320	—	325	—
Fiumei hitelbank	Fiumaner Creditbank	—	—	—	—	163	—	164	—
Fővárosi bank-részvénytársaság	Hauptstadt. Bank-Act.-Gesellsch.	—	—	—	—	—	—	—	—
Budapesti giro- és pénztár-egylet	Budapester Giro- u. Cassen-Verein	—	—	—	—	—	—	—	—
Hazai bank-részvénytársaság	Vaterländische Bank-Aktien-Ges.	—	—	—	—	220	—	222	—
Hermes magy. ált. váltóüzlet r.-t.	Hermes U. Allg. Wechselst.-A.-G.	—	—	—	—	210	—	220	—
Horvát kereskedelmi bank	Kroatische Commercialbank	—	—	—	—	—	—	—	—
Horvát leszámítoló bank	Kroatische Escomptebank	—	—	—	—	—	—	—	—
Horvát-szlavon orsz. jelzálogbank	Kroatisch-Slavon. Landes-Hyp.-B.	—	—	—	—	211	—	214	—
Magyar általános hitelbank	Ungar. allgem. Creditbank	—	—	—	—	—	—	—	—
Magyar ipar- és keresk. bank r.-t.	Ung. Bank für Industrie u. H.-A.-G.	695	704	701	703	712	713	—	—
Magyar jelzáloghitelbank	Ungarische Hypothekenbank	—	—	180	180 50	180	180 50	—	—
Magyar kereskedelmi r.-t.	Ungarische Handels-Act.-Ges.	428	—	423	426	447	447 50	—	—
Magy. leszámít. és pénzváltó bank	Ung. Escompte- u. Wechselbank	—	—	400	405	400	405	—	—
Magy. takarékp. közp.jelz.-bankja	Centr.-Hyp.-Bank ung. Sparcassen	451	452	452	455	469 50	470	—	—
Osztrák hitelintézet	Österreichische Creditanstalt	—	—	950	960	950	960	—	—
Osztrák-magyar bank	Österreichisch-Ungarische Bank	668	672 50	670 50	671 50	680	680 75	—	—
Pesti magyar kereskedelmi bank	Pester ungarische Commercialb.	2610	—	1725	1735	1725	1735	—	—
Unionbank	Unionbank	—	—	2610	2620	2640	2650	—	—
		—	—	557	560	567	569	—	—

Forrás: Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja, 1900. július 5. 3.

Néhány különleges értékpapír a budapesti tőzsdén²⁵

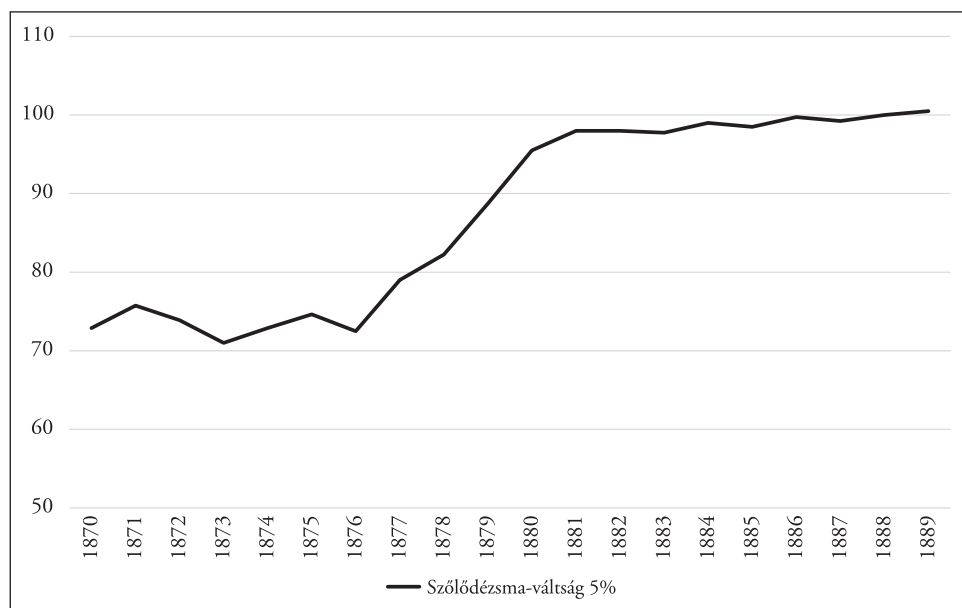
A szőlődézsmaavltság-kötvény

A szőlődézsmaavltság a feudalizmus végéhez és az új polgári viszonyok megteremtéséhez kapcsolódik. A szőlődézsma a jobbágyok által fizetett tized egy fajtája, a földesurak jövedelme volt. Amikor 1868-ban eltörölték a fizetési kötelezettséget,²⁶ a földbirtokosokat annak megváltására, a földesurak kártalanítására kötelezték. A kártalanítás összege a megelőző tíz évben fizetett átlagos éves díj hússzorosa volt. Mivel a birtokosoknak általában nem állt rendelkezésükre ekkora összeg, az állam meghitelezte ezt úgy, hogy a kezelési költséggel csökkentett részre kötvényeket bocsátott ki, amelyeket átadott a földesuraknak, a birtokosoknak pedig az állam számára kellett további húsz éven át fizetni a korábbi éves összeget. Érdekesség, hogy a birtokosoknak a névérték 8%-át kellett évente fizetni, amiből 5% volt a kamat, 2,5% a törlesztési járadék, 0,5% pedig a kezelési költség. Ez azt jelenti, hogy a teljes futamidő alatt csak a tőke 50%-át kellett törleszteniük, 50%-ot az állam más forrásból teremtett elő.

²⁵ Ennek a fejezetnek korábbi változata: Radnai 2022.

²⁶ 1868. évi XXIX. törvénycikk.

7. ábra. A szőlődézsma-váltás-kötvény árfolyama 1870 és 1889 között a névérték százalékában



Forrás: *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja*

Az így kibocsátott kötvényeket bevezették a tőzsdére, és élénk másodlagos piaci forgalmuk lett. Ez a kötvény volt a kiegyezés után kialakult magyar állam második államkötvénye (a „Magyar vasúti kötvény” után).

A 7. ábra a kötvények árfolyamát mutatja a kötvények futamideje alatt.

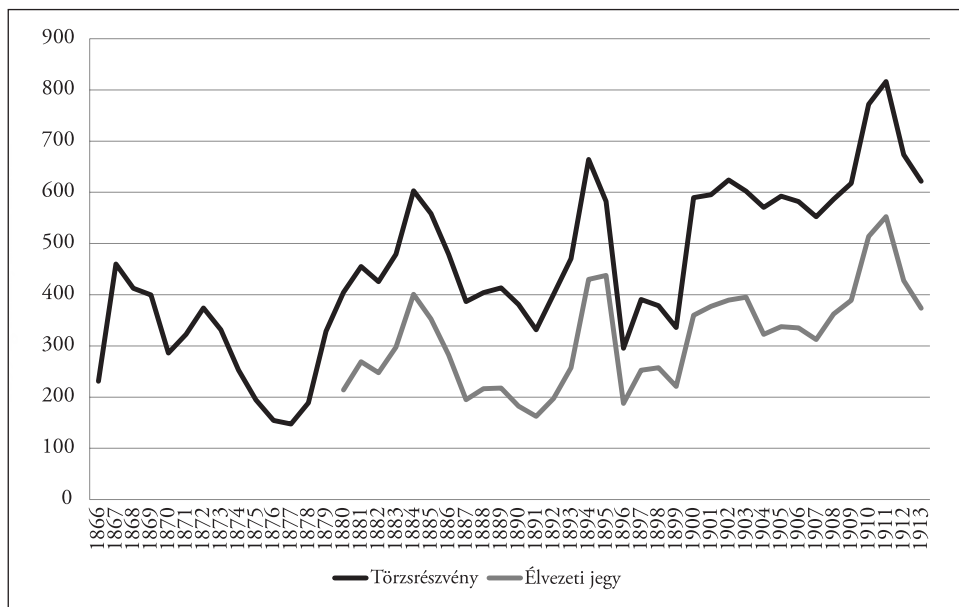
Az ábrából látható, hogy az 5% éves kamatot fizető kötvények kezdetben a névérték 75%-a körül forogtak, mivel az akkor érvényes kamat magasabb volt 5%-nál, azonban a kamatok csökkenésével párhuzamosan 1880-ra elérték a névértéküket. Ez azt is jelenti, hogy a korábban említett hiányzó 50%-ból 25%-ot a földesurak finanszíroztak.

Élvezeti jegyek

A korabeli értékpapírok némileg eltértek a ma használatosaktól. A részvények esetében általános volt, hogy lejáráttal rendelkeztek. A lejárat határideje jellemzően a kibocsátástól számított harminc–ötven év volt, azonban ez a működésüket (és értékelésüket) nem sokban befolyásolta, mivel ha eljött a határidő, és a társaság működött, meghosszabbították őket, illetve más okból (például a forint–korona pénznemváltás miatt) amúgy is kicserélték a részvényeket a lejárat előtt.

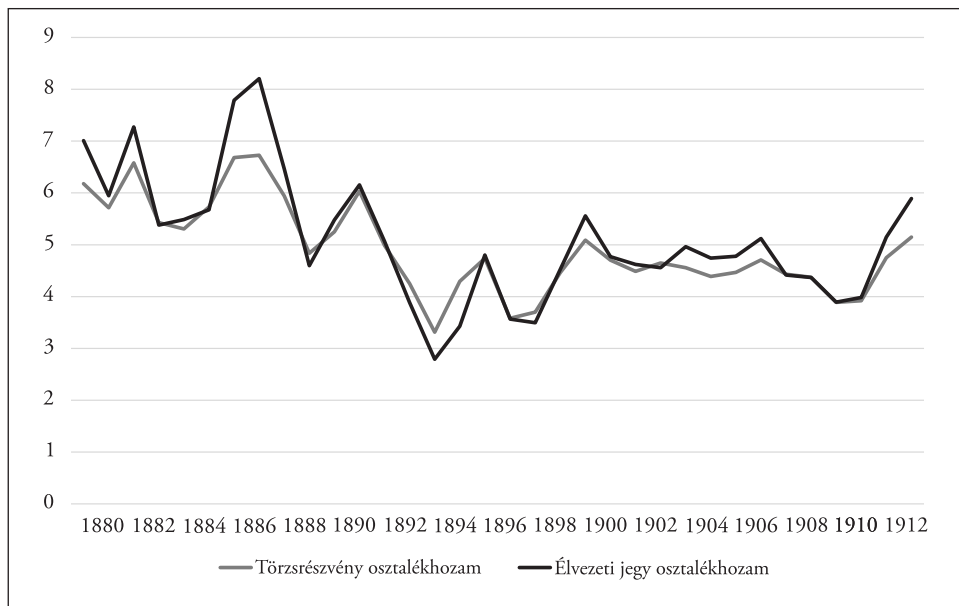
Voltak viszont olyan társaságok, amelyek a részvénytőkét folyamatosan visszafizették úgy, hogy a részvények egy megadott hányadát (például ötvenéves lejárat ese-

8. ábra. A Budapesti Közúti Vaspálya Társaság törzsrészevényeinek és élvezeti jegyeinek árfolyama 1866 és 1913 között (1899-ig forint, utána korona)



Forrás: *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja*

9. ábra. A Budapesti Közúti Vaspálya Társaság törzsrészevényeinek és élvezeti jegyeinek osztalékhozama 1880 és 1913 között (százalék)



Forrás: Saját számítás

tén a 2%-át) minden évben kisorsolták, és a nyertesek visszakapták a részvény névértékét is. A legtöbb ilyen részvényt ezután bevonták, azonban voltak társaságok, amelyek e részvények tulajdonosainak a névértékre fizetett kamattal csökkentett osztalékra jogosító utalványt, úgynevezett „élvezeti jegyet” adtak (amelyek például 200 forintos névérték és 5%-os kamat esetén 10 forinttal kevesebb osztalékot fizettek, mint a törzsrészvények). Ilyen volt például a Budapesti Közúti Vaspálya Társaság és versenytársa, a Budapesti Villamos Városi Vasút, amelyeknek mind törzsrészvényei, mind pedig élvezeti jegyei be voltak vezetve a tőzsdére (8. ábra).

A 9. ábrán a két papír osztalékhozamát ábrázoltuk.

Látható, hogy az élvezeti jegy hozama általában kismértékben meghaladta a törzsrészvényét, ami logikus is, hiszen a törzsrészvény osztalékelsőbbsséggel rendelkezett az élvezeti jegyhez képest, tehát kisebb volt a kockázata. A különbség akkor nőtt meg, amikor a cégnek rosszabbul ment, tehát az árfolyam is esett (1886–1887-es időszak). 1892 és 1895 között pedig arbitrázshelyzet állt fenn, hiszen a törzsrészvény hozama meghaladta az élvezeti jegyét.

Örökjáradék-kötvények

A kötvények esetében az érdekesség az volt, hogy a leglikvidebb államkötvénynek, az úgynevezett aranyjáradék-kötvénynek nem volt lejárata, így tőkét vissza nem, csak kamatot fizetett, ezért pénzügyileg az örökjáradék konstrukciójára hasonlított. Azért csak hasonlított rá, mert az 1875-ben kibocsátott 6%-os aranyjáradék-kötvény²⁷ végül a tízéves kort sem érte meg, mivel 1884-ig kötelező volt beváltani az alacsonyabb, 4%-os aranyjáradék-kötvényre, amelyet 1881-ben bocsátottak ki.²⁸ Vagyis a befektetők várakozásaiba beépült, hogy ha a kamatok nagyon leessenek, akkor az állam a kötvényt be fogja vonni. A témáról Kövér György tanulmányaiban olvashatunk bővebben.²⁹

A 4% viszont, úgy tűnik, az állam számára is kedvező mérték maradt, így ez utóbbival az első világháború kezdetéig likvid kereskedés folyt, sőt, a tőzsdén a háborút követően is jegyezték, és mivel a kifizetést aranyban teljesítette, el sem értéktelenedett. 1921-ben a kötvények 20%-át „vagyonváltság” címén bevonták.³⁰ Ezt követően már nem nagyon folyt vele kereskedés, így az állam valószínűleg visszavásárolta a piacon ezeket a kötvényeket.

²⁷ 1875. évi XLIX. törvénycikk.

²⁸ 1881. évi XXXII. törvénycikk.

²⁹ Kövér 2003; Kövér 2004; Kövér 2018: 151.

³⁰ 1921. évi XXVI. törvénycikk.

Adatok

Mivel a számításokhoz szükséges adatok nem álltak teljeskörűen rendelkezésre, tanulmányunk megírását hosszú, több mint nyolc évig tartó adatgyűjtési, -rögzítési és adatbázisba rendezési projekt előzte meg, amelyet a Ramasoft Adatszolgáltató és Informatikai Zrt. finanszírozott és segített, amiért ezúton is köszönetet mondunk. Az adatokat folyamatosan elérhetővé tesszük a Tőzsdemúzeum portálán is (<https://tozsdemuzeum.hu>).

Árfolyamok

A Budapesti Áru- és Értéktőzsde árainak elsődleges publikálására a *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapjában* került sor, amely 1864 és 1948 között jelent meg kisebb megszakításokkal. A dualizmus korában emellett az árfolyamokat közzétették az 1866-tól megjelenő *Budapesti Közlönyben* (az állam akkori hivatalos lapjában) és a német nyelvű *Pester Lloyd* újságban is. Másodlagos adatközlést számos korabeli napilap, így például a *Pesti Napló* is végzett.

Mivel a *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapjának* 1873 előtti számai ismereteink szerint nem maradtak fenn, és az 1894 előtti számok adattartalma lényegében megegyezett a *Budapesti Közlönyben* közölt adatokkal, ezért az árak forrása 1864–1865-re vonatkozóan a *Pesti Napló*, az 1866–1894-es időszakra pedig a *Budapesti Közlöny*. Az adatok adatbázisba rögzítése kézzel történt.

A projekt keretében sor került a *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja* csaknem húsz, 1895 és 1913 közötti évfolyamának digitalizálására (a digitalizált változat azóta már nyilvánosan elérhető a Hungaricana portálán keresztül).³¹ Az újságot a Fővárosi Szabó Ervin Könyvtár Budapest Gyűjteménye bocsátotta rendelkezésünkre, a fotókat az Arcanum Adatbázis Kft. készítette, a képek optimalizálását és optikai karakterfelismerését (OCR) a Ramasoft Adatszolgáltató és Informatikai Zrt. végezte el. Az adatok adatbázisba rögzítése ebből az időszakból az OCR-ezett táblázatok kézi javításával, illetve kézi rögzítéssel történt. A projekt ezen részében felmerült problémákat és az arra fejlesztett megoldásokat egy korábbi cikkünkben mutattuk be.³²

31 https://library.hungaricana.hu/hu/collection/fszek_bparuesertektozsdeshivatalosarjegyzolap/ utolsó letöltés 2024. november 15.

32 Radnai 2019.

Osztalékok

A számításokhoz szükséges osztalékadatokat 1864 és 1894 között a *Pester Lloyd* alapján kézzel rögzítettük, majd 1868 és 1874 között az osztrák Compass,³³ 1874 és 1894 között a Magyar Compass,³⁴ 1878–1884 között pedig a *Magyar Vasúti Évkönyv*³⁵ alapján ellenőriztük. Jelentős eltérést csak a vasúti részvények esetében fedeztünk fel, a *Pester Lloyd* ugyanis az időszak nagy részében esetükben nem jelzett osztalékfizetést, míg más forrásokból (elsősorban a *Magyar Vasúti Évkönyvből*) kiderült, hogy igenis származott jövedelem belőlük. Ez utóbbi oka az lehetett, hogy ezek a részvények jellemzően nem osztalékot, hanem kamatot fizettek.

1894 és 1914 között már a *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja* is közölte az osztalékadatokat, így a rögzítés ez alapján történt. Itt már nem adódott gond a vasúti részvényekkel: a teljes jövedelmet, így a fizetett kamatot is feltüntették az osztalékok között.

Bevezetett mennyiségek, társasági események

A tőzsdére bevezetett értékpapírok számáról 1864 és 1868 között nem maradt fenn információ, 1868 és 1874 között az osztrák Compass, 1874 és 1894 között a Magyar Compass, illetve a *Magyar Vasúti Évkönyv* alapján történt meg a rögzítésük kézzel. A bevezetett részvények mennyiségére vonatkozó adatokat 1894 és 1900 között részlegesen, 1901 és 1914 között pedig teljeskörűen közölte a *Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja* is, így ezt használtuk a rögzítéshez (a részleges közzététel időszakában a hiányzó részvények adatait az osztrák és magyar Compassok segítségével egészítettük ki).

Rögzíteni kellett az olyan társasági eseményeket is, amelyek a részvények összértékét nem, csak darabszámukat befolyásolták (részvényfelaprózás vagy -összevonás). Mivel ezeket az információkat sokszor még a Compassok sem tartalmazták, ezért a bevezetett mennyiségadatok, illetve az árak jelentős mértékű változásai alapján szűrtük ki és rögzítettük őket.

33 Leonhardt et al. (Hrsg.) 1864–1914.

34 Magyar Compass 1874–1888; Magyar Compass 1889–1894; Magyar Compass 1895–1914.

35 Vörös (szerk.) 1878–1885.

Egyéb adatok

A számításokhoz felhasznált inflációs, rövid kamatozási és GDP-adatokat Jobst és Scheiber tanulmányából vettük (az idősort eredetileg Mühlpeck, Sandgruber és Woitek állította össze).³⁶ Az infláció esetében magyar fogyasztói árindex nem, csak osztrák fogyasztói árindexadat állt rendelkezésre. Ugyan a Monarchia pénzneme azonos volt, az egyes országok fogyasztóinak kosara eltérhetett. Mivel azonban az időszakban az infláció nem volt jelentős, megítélésünk szerint ez az egyszerűsítés nem okoz gondot.

A rövidkamat-adatnak a bécsi tőzsdén forgó három hónapos váltók közül a legjobb minőségűnek, azaz a legalacsonyabb hozammal rendelkezőnek a hozamát tekintettük. Ezt az adatsort azért választottuk, mivel a magyar rövid lejáratú állampapír, a magyar királyi kamatos pénztárjegy csak 1909-től volt jegyezve a tőzsdén (akkor sem volt túl likvid), és az idősor nagy részében a magyar váltókamatokról sem volt információ. Elérhető lett volna az Osztrák–Magyar Bank váltóleszámtólási kamatlába is, azonban azt nem a piac alakította, ezért nem azt választottuk.

A magyar nominális GDP-adatokat szintén Jobst és Scheiber tanulmányából vettük, akik a Schulze által utólag számított reál-GDP-adatokat a Kausel alapján interpolált adatokkal infálták.³⁷ Minden ilyen számítás jelentős hibát hordozhat magában, azonban cikkünkben a nominális GDP értéke csak illusztrációs célokat szolgál.

Módszertan

Részvények osztalékhozama

A részvények osztalékhozamát az alábbi képlet alapján számítottuk ki:

$$r'_{it} = \frac{E_{it}d_{it}}{P_{i(t-1)}M_{it}}$$

ahol d_{it} az i részvény t évben fizetett összes osztaléka eredeti devizában, E_{it} a devizaárfolyam, $P_{i(t-1)}$ az i részvény $t-1$ év végi ára, M_{it} pedig az i részvény t évi árszorzója, amely a társasági események hatását korrigálja (1:2 arányú felaprózás esetén például értéke 0,5 – tehát az előző év végi árfolyamot megfelezzük, és erre vetítjük az ideai osztalékot). Forintban osztalékot fizető részvények esetében az E_{it} 1, francia frank esetében a francia 20 frankos arany év végi ára osztva 20-szal. Az 1900-as forint–korona váltást is társasági eseményként kezeltük.

36 Jobst–Scheiber 2014; Mühlpeck–Sandgruber–Woitek 1979.

37 Schulze 2000; Kausel 1979.

Részvények teljes hozama

A részvények teljes hozamát az alábbi képlet alapján számítottuk ki:

$$r_{it} = \frac{E_{it}d_{it} + P_{it} - P_{i(t-1)}M_{it}}{P_{i(t-1)}M_{it}}$$

ahol d_{it} az i részvény t évben fizetett összes osztaléka eredeti devizában, E_{it} a deviza-árfolyam, P_{it} az i részvény t év végi, $P_{i(t-1)}$ az i részvény $t-1$ év végi ára, M_{it} pedig az i részvény t évi árszorzója, amely a társasági események hatását korrigálja.

A határidős kereskedés 1888-as indulását követően problémát jelentett, hogy számos, a határidős kereskedésben is részt vevő részvényre az azonnali piacon megszűnt az árjegyzés (a likviditás a határidős piacon összpontosult). Annak érdekében, hogy ezen részvények esetében is tudjunk hozamot számolni, a határidős árakból az ismert arbitrázs-összefüggés segítségével visszszámoltuk az elméleti azonnali piaci árat:

$$\hat{P}_{it_0} = \frac{F_{it_1}}{1 + r_f(t_1 - t_0)}$$

ahol $\hat{P}_{it_0}$ az i részvény t_0 év végi elméleti ára, F_{it_1} a t_1 időpontra jegyzett határidős ára, az r_f pedig a kockázatmentes rövid kamatláb, amelyet az egyszerűség kedvéért 5%-nak feltételeztünk.

Állampapírok kuponhozama

$$r_{it} = \frac{E_{it}k_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

ahol k_{it} az i állampapír t évben fizetett összes kamata eredeti devizában, E_{it} a deviza-árfolyam, $P_{i(t-1)}$ pedig az i állampapír $t-1$ év végi ára. Forintban fizető kötvények esetében az E_{it} 1, arany esetében az osztrák–magyar 8 forintos arany fémpénz év végi ára osztva 8-cal, ezüstben fizető kötvények esetében pedig az osztrák–magyar ezüst 100 forintos fémpénz év végi ára osztva 100-zal.

$$r_{it} = \frac{E_{it}k_{it} + P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

ahol k_{it} az i állampapír t évben fizetett összes kamata eredeti devizában, E_{it} a deviza-árfolyam, P_{it} az i állampapír t év végi, $P_{i(t-1)}$ pedig az i állampapír $t-1$ év végi ára.

Ársúlyozású hozam

Az ágazati és eszközosztályi hozamok meghatározása érdekében az egyes részvények, illetve kötvények hozamait súlyozni kellett. Erre az ársúlyozású hozamot választottuk, mivel a teljes időszakra ennek számszerűsítéséhez rendelkezünk elegendő adattal.

Az ársúlyozású hozam megegyezik egy olyan portfólió hozamával, amelybe minden árral rendelkező részvényből egy darabot vásárolunk, és egy éven át megtartjuk.

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{P_{i(t-1)} M_{it} r_{it}}{\sum_{i=1}^{n_t} P_{i(t-1)} M_{it}}$$

ahol n_t a $t-1$ és t év végén is árral rendelkező részvények száma, r_{it} az i részvény t évi teljes hozama, $P_{i(t-1)}$ az i részvény $t-1$ év végi ára, M_{it} pedig az i részvény t évi árszorzója, amely a társasági események hatását korrigálja.

Egyenlő súlyozású hozam

Összehasonlításképpen számszerűsítettük az egyenlő súlyozású hozamokat is.

Az egyenlő súlyozású hozam megegyezik egy olyan portfólió hozamával, amelybe minden árral rendelkező részvényből pénzünk ugyanakkora részét fektetjük, és egy éven át megtartjuk.

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{r_{it}}{n_t}$$

ahol n_t a $t-1$ és t év végén is árral rendelkező részvények száma, r_{it} az i részvény t évi teljes hozama.

Kapitalizációs súlyozású hozam

Arra az időszakra, ahol rendelkezünk elegendő adattal, összehasonlításképpen számszerűsítettük a kapitalizációs súlyozású hozamokat is.

A kapitalizációs súlyozású hozam megegyezik egy olyan portfólió hozamával, amelybe minden árral rendelkező részvényből annyi darabot vásárolunk, amennyi ki lett belőle bocsátva, és egy éven át megtartjuk.

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{N_{i(t-1)} P_{i(t-1)} M_{it} r_{it}}{\sum_{i=1}^{n_t} N_{i(t-1)} P_{i(t-1)} M_{it}}$$

ahol n_t a $t-1$ és t év végén is árral rendelkező részvények száma, r_{it} az i részvény t évi teljes hozama, $N_{i(t-1)}$ az i részvény $t-1$ év végén kibocsátott darabszáma, $P_{i(t-1)}$ az i részvény $t-1$ év végi ára, M_{it} pedig az i részvény t évi árszorzója, amely a társasági események hatását korrigálja.

Eredmények

Eszközosztályok hozamai és szórásai

Az alábbi táblázatban foglaltuk össze az egyes eszközosztályok teljes, a jövedelmek adott eszközosztályba történő újrabefektetésével számított átlaghozamát az 1864–1913-as időszakban (1. táblázat).

1. táblázat. Az egyes eszközosztályok éves hozama és szórása 1864 és 1913 között (százalék)

Eszközosztályok	Hozam	Szórás
Részvények	8,41	9,67
Kötvények	6,87	4,25
Rövid betét	4,07	0,73
Arany	−0,03	3,80
Infláció	0,33	2,51

Forrás: Saját számítás

Látható, hogy minden tőke- és pénzpiaci befektetés jelentős reálhozammal rendelkezett, a legnagyobbat a részvénybefektetések érték el, ahogy azt előzetesen várni lehetett. Az arany abszolút és reálhozama viszont negatív volt. A részvények többlethozama azonban jelentős többletkockázattal is járt.

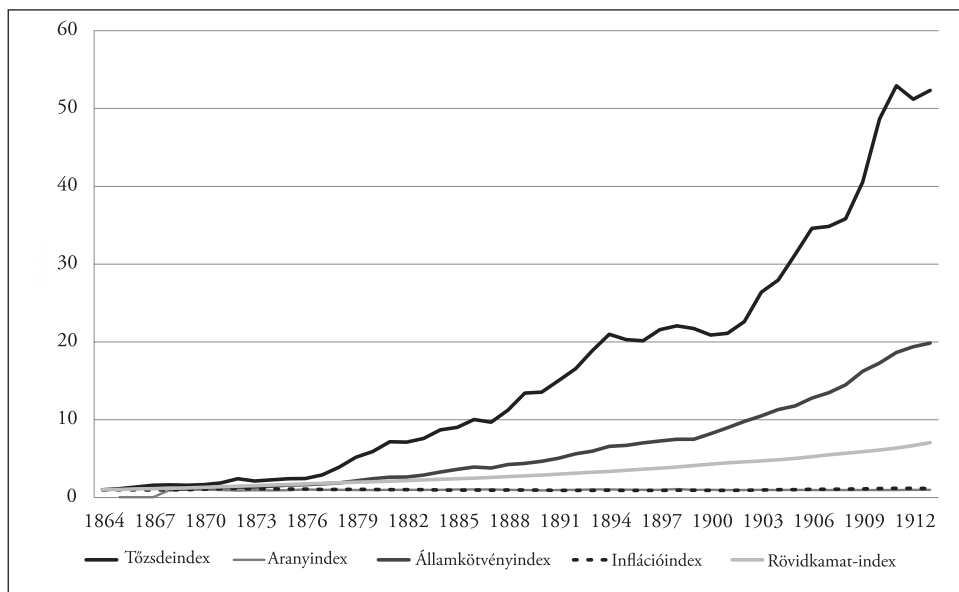
Annak érdekében, hogy az átlagszámítás módjának hatását teszteljük, számszerűsítettük az egyenlő és a kapitalizációs súlyozású hozamokat is arra az időszakra, amikor már mindhárom típusú átlag számításához rendelkezünk adatokkal (2. táblázat).

2. táblázat. A részvények különböző súlyozású átlaghozamai 1873 és 1913 között (százalék)

Hozam típusa	Hozam
Egyenlő súlyozású átlaghozam	8,1
Ársúlyozású átlaghozam	8,3
Kapitalizációs súlyozású átlaghozam	7,8

Forrás: Saját számítás

10. ábra. 1 forint értéke különböző típusú eszközökbe fektetve 1864 és 1913 között (forint)



Forrás: Saját számítás

Megállapíthatjuk, hogy a kapitalizációs súlyozású hozam kissé alacsonyabb, mint az ársúlyozású, de a kockázati prémium itt is megmarad. Ebből arra is következtethetünk, hogy némi kisvállalati prémium már ekkor is megfigyelhető volt (az ársúlyozású átlag esetén a kisvállalatok felülsúlyozásra kerülnek kapitalizációjukhoz képest).

Az egyes eszközosztályok indexeinek alakulását mutatja a 10. ábra.

Látható, hogy a részvények prémiuma azért idővel a befektetések jelentős felértékelődését eredményezte: 1 forint részvénybe befektetett pénz 1913-ra 52,3 forintot, kötvénybe fektetve 19,8 forintot, betétbe elhelyezve 7 forintot, aranyba helyezve pedig 0,99 forintot eredményezett volna, míg 1,17 1913-as forintért vehettünk volna annyi árut, mint 1864-ben 1 forintért.

Részvények hozamának és szórásának bontása ágazatok szerint

A 3. táblázatban láthatjuk az egyes ágazatok részvényeinek hozam- és szóráspontjait. Az ágazatok kialakításánál követtük a tőzsde korabeli hivatalos besorolását. Mivel az ágazatok száma nőtt az idő során (a korábban a „Különféle vállalatok” ágazatba tartozó vállalatok egy részét 1894-ben újabb ágazatokba sorolták be, ekkor jött létre a „Bányák és téglagyárak”, a „Könyvnyomdák” és a „Vasművek és gépgyárak” ágazat), annak érdekében, hogy ugyanolyan időszakra vonatkozzanak

a számolt hozamok, az új ágazatok hozamait a korábbi időszakra a „Különféle vállalatok” ágazat hozamával helyettesítettük.

3. táblázat. Az egyes ágazatok éves átlaghozamai és szórásai 1864 és 1913 között (százalék)

Ágazat	Hozam	Szórás
Bankok	6,16	13,16
Bányák és téglagyárak	7,65	14,29
Biztosítótársaságok	9,98	17,76
Gőzmalmok	5,05	17,20
Könyvnyomdák	8,68	11,61
Közlekedési vállalatok	5,55	15,13
Különféle vállalatok	9,54	11,03
Takarékpénztárak	11,16	14,88
Vasművek és gépgyárak	8,29	13,66
Teljes	8,41	9,67

Forrás: Saját számítás

Láthatjuk, hogy a legmagasabb hozamot a takarékpénztárak érték el, legalacsonyabbnak pedig a gőzmalmok bizonyultak. Érdekes, hogy a bankok hozama igen eltér a takarékpénztárak hozamától, ennek oka egyrészt a Pesti Hazai Első Takarékpénztár stabilan kimagasló teljesítménye, másrészt az lehet, hogy az 1873-as válság során a takarékpénztárak esetében kisebb volt a visszaesés, mint a bankoknál (ez egybevág Egry megállapításaival³⁸).

Ezt a 4. táblázatban részletesebben is megfigyelhetjük, ahol az időszakot ötéves részidőszakokra osztottuk (az évszám az időszak végét jelöli).

4. táblázat. Az egyes ágazatok éves átlaghozamai 1864 és 1913 között ötéves időközönként (százalék)

Ágazat	1869	1874	1879	1884	1889	1894	1899	1904	1909	1913
Bankok	6,58	7,16	2,04	6,10	10,32	11,49	2,93	5,22	4,87	5,01
Bányák és téglagyárak						12,31	-7,09	3,60	7,89	7,32
Biztosítótársaságok	3,69	14,11	33,45	6,76	6,18	6,92	-1,16	11,23	11,28	10,72
Gőzmalmok	2,43	-0,36	32,65	5,40	-0,77	12,69	-10,12	2,48	5,10	6,20
Könyvnyomdák						11,22	3,63	3,10	8,89	6,06
Közlekedési vállalatok	16,33	0,84	2,87	11,17	2,48	10,74	-1,72	3,81	4,80	5,08
Különféle vállalatok	9,30	6,39	10,83	17,53	10,12	13,08	5,85	4,91	8,98	8,86
Takarékpénztárak	25,50	15,33	13,71	18,01	17,07	4,60	3,27	5,32	6,55	2,97

38 Egry 1995.

Ágazat	1869	1874	1879	1884	1889	1894	1899	1904	1909	1913
Vasművek és gépgyárak						15,45	0,23	0,77	7,88	5,06
Teljes	9,67	7,54	17,84	10,88	9,08	9,36	0,68	5,18	7,72	6,58

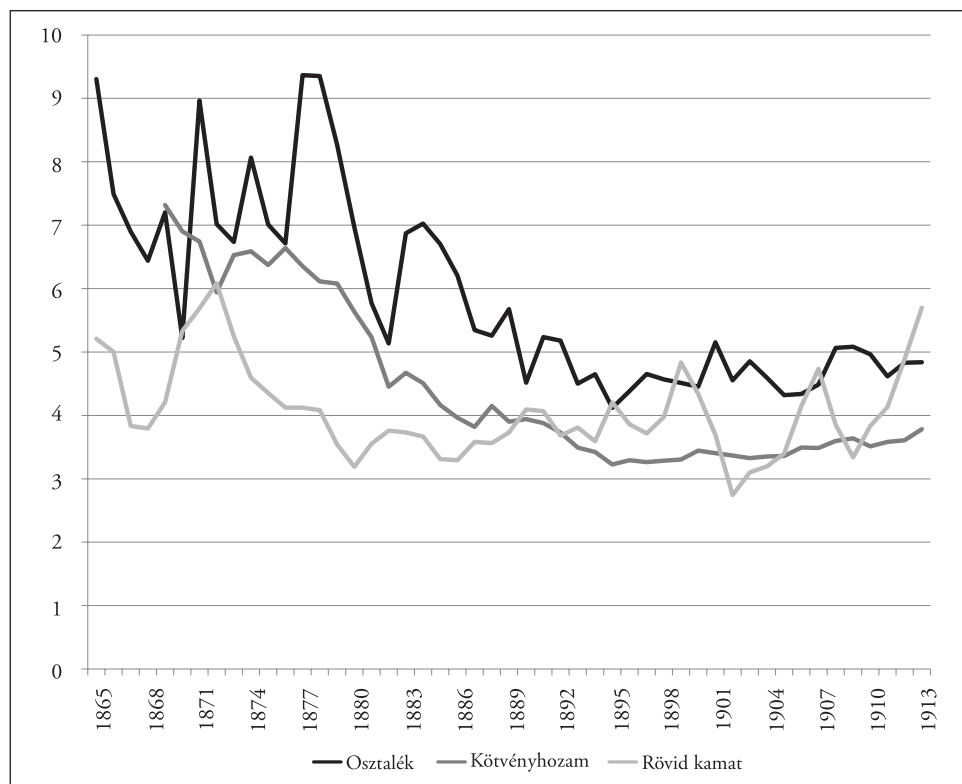
Forrás: Saját számítás

Látható, hogy a takarékpénztárak teljesítménye 1889-ig lényegesen meghaladta a bankokét, azt követően már lényegében egyenlő volt vele. Vastag betűvel jelöltük a legmagasabb hozamú ágazatot.

Részvények osztalék- és kötvények kuponhozamának alakulása

A 11. ábra bemutatja a részvények átlagos osztalékhozamának, a kötvények átlagos kuponhozamának és a rövid kamatlábnak az időbeli alakulását.

11. ábra. Egyes eszközök hozamai 1865 és 1913 között (százalék)



Forrás: Saját számítás

Az osztalékhozam végig igen jelentős, 4%-nál magasabb volt, és az államkötvények hozamát szinte végig 1–2 százalékponttal meghaladta. A hozamok az 1880–1890-es évek között csökkentek, azt megelőzően és azt követően nagyjából állandónak mutatkoztak.

A rövid kamatok 1890-ig a hosszú kamatok alatt, azt követően általában inkább felette helyezkedtek el. Ez arra utal, hogy az utóbbi időszakban a befektetők a kamatok csökkenését várták.

Az 5. táblázatban összevetettük az osztalék- és kuponhozamokat a teljes hozamokkal is.

5. táblázat. Az egyes eszközosztályok éves átlaghozamai és ennek kifizetett hányada 1864 és 1913 között (százalék)

Eszközosztály	Átlaghozam	Ebből osztalék vagy kamat	Hányad
Résztvények	8,41	6,28	74,66
Államkötvények	6,87	4,43	64,57
Rövid lejáratú betét	4,07	4,07	100,00
Arany	–0,03	–0,03	100,00
Infláció	0,33	0,33	100,00

Forrás: Saját számítás

A részvényesek jövedelme jelentős részben tehát az osztalékból, nem pedig az árfolyamnyereségből származott, szemben a mai gyakorlattal.

Rövid összehasonlítás az egyesült államokbeli és az egyesült királysági adatokkal

A 6. táblázat tartalmazza az 1870 és 1913 közötti időszak éves hozamainak összefoglaló adatait a budapesti, a New York-i és a londoni tőzsdén (azért csak 1870-től, mivel csak erre az időszakra rendelkezünk mindhárom piacra adattal).

6. táblázat. Az egyes piacok éves átlaghozamai, osztalékhozama és szórása 1870 és 1913 között (százalék)

Megnevezés	BÁÉT	NYSE	LSE
Átlag	8,35	6,57	7,01
Ebből osztalék	6,00	5,04	5,48
Ebből árfolyamnyereség	2,21	1,46	1,45
Szórás	9,91	16,36	6,45

Forrás: Saját számítás

A táblázatból látható, hogy a budapesti tőzsde hozama a vizsgált időszakban meghaladta az New York-iét, szórása azonban alatta maradt.³⁹ Az adatok összeha-

39 Goetzmann–Ibbotson–Peng 2001.

sonlíthatóak, mivel ők is ársúlyozású átlagot alkalmaztak. Az 1897-et megelőző időszakai amerikai adatok megbízhatóságát azóta újabb kutatások javították (lásd például McQuarrie cikkeit⁴⁰), de az 1871-es és 1897-es időszakra részvények esetében ezek is megerősítették a korábbi (a Cowles Commission által számított) adatok helyességét, így a fenti összehasonlításra nincs hatással.

Ugyanígy meghaladta a budapesti átlaghozam a londoni tőzsdéét is,⁴¹ de annak szórását is. Grossman többféle átlagszámítást alkalmazott, mi az összehasonlítás kedvéért az egyenlő súlyozású hozamokat használtuk (ársúlyozású hozamot nem számolt, de az egyenlő és az ársúlyozású hozamok értéke nagyon közel áll egymáshoz). A szórások eltérése mögött az lehet, hogy fejlett piacnak abban az időben a londoni számított, mind a magyar, mind az amerikai piac kockázatosabb „fejlődő” piac volt.

Az osztalékhozam mindhárom piacon meglehetősen magas volt.

A BÁÉT másik két piaccal történő együtt mozgása nem mondható erősnek, amint az a 7. táblázat korrelációs mátrixából látható.

7. táblázat. Az egyes piacok hozamainak korrelációs együtthatói 1870 és 1913 között

Tőzsde	BÁÉT	NYSE	LSE
BÁÉT	1	0,19	0,13
NYSE	0,19	1	0,39
LSE	0,13	0,39	1

Forrás: Saját számítás

Ugyan a táblázatban szereplő hozamok az egyes piacok esetén helyi devizában vannak számszerűsítve, de mivel az időszakban mindhárom piacon az aranystandard volt a jellemző, a devizaárfolyam-mozgások hatása alacsony volt, így eltekintettünk tőle.

Ezek az eredmények egybecsengenek Gareth Campbell és Meeghan Rogers tanulmányával, akik a londoni és a New York-i tőzsde együtt mozgását vizsgálták.⁴² Ők is azt találták, hogy a két tőzsde hozamai közötti determinációs együttható (R^2) 5% és 20% körül mozgott a vizsgált időszakban, amiből 20% és 40% közötti korrelációs együttható következik. Ezt azzal magyarázták, hogy ebben az időszakban a vállalatok elsősorban a helyi piacokon tevékenykedtek, kevés volt a nemzetközileg aktív vállalat.

⁴⁰ McQuarrie 2020; McQuarrie 2024.

⁴¹ Grossman 2002.

⁴² Campbell–Rogers 2017.

Következtetések

Írásunkban a Budapesti Áru- és Értéktőzsdén az 1864 és 1913 közötti időszakban elérhető hozamokat vizsgáltuk. A vonatkozó irodalom áttekintése során megállapítottuk, hogy eddig még nem elemezték a magyar piac múltbeli hozamait a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő módon, bár voltak erre kísérletek.

A tőzsdei kapitalizáció alakulásának vizsgálatakor arra a következtetésre jutottunk, hogy az folyamatosan növekedett az időszakban, 1911-re a külföldi részvényeket nem számítva elérte a GDP 29,5%-át, a külföldi részvényekkel együtt pedig a 40%-át, tehát a magyar gazdaság finanszírozásában a tőzsde közepesen jelentős szerepet játszott. Ez csak első látásra mond ellent annak, hogy a vállalatok finanszírozásának elsődleges útja a banki út volt. Ekkor ugyanis még a bankok jelentős részvényesei lehettek a vállalatoknak, és vezetőiket az igazgatóságokba is delegálták, hogy így biztosítsák hiteleik megtérülését.

Az egyes eszközosztályokra kiszámítottuk az időszakai, osztalékok és kamatok újrabefektetésével kalkulált éves, ársúlyozású átlaghozamot. Megállapítottuk, hogy a részvények esetében 8,41%, a kötvények esetében pedig 6,87% hozamot lehetett elérni, így mindkettő jelentősen meghaladta az ekkor érvényes évi 0,33%-os inflációt. A részvényeknek tehát már ekkor is volt kockázati prémiumuk a kötvényekhez képest, de nem olyan jelentős mértékű, mint a 20–21. században.

A részvények esetében ágazatokra lebontva is elemeztük a hozamokat, és azt láttuk, hogy a legmagasabb, 11,16%-os hozama a takarékpénztáraknak, míg legalacsonyabb, 5,05%-os hozama a gőzmalmoknak volt. A hozamok legnagyobb része az osztalék-, illetve kuponhozamokból, nem pedig árfolyam-emelkedésből származott.

Kitekintésként eredményeinket összevetettük a New York-i és londoni tőzsde ugyanezen időszakának hozamaival is. Megállapítottuk, hogy mindkét tőzsde alacsonyabb részvénytőzsdéi átlaghozamot ért el ebben az időszakban, mint a magyar, de ott is jellemző volt, hogy a hozamok nagy részét az osztalékok tették ki. Ezek közül a londoni hozamok szórása is kisebb volt, de a New York-i hozamoké nem. Az egyes piacok egymással integráltságának mértéke pedig alacsony volt.

FORRÁSOK

1867. évi XVI. törvénycikk a magyar korona országai és Ő Felsége többi királyságai és országai közt kötött vám- és kereskedelmi szövetségről. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
1868. évi XXIX. törvénycikk a szőlőbirtok után járó tartozások megváltásáról. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
1875. évi XLIX. törvénycikk 80 millió osztrák értékű forint járadék-kölcsönről. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
1878. évi XXV. törvénycikk az osztrák–magyar bank létesítéséről és szabadalmáról. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.

1881. évi XXXII. törvénycikk a 6 százalékos magyar aranyjáradék-kölcsönkötvények beváltásáról és ezen célból 4 százalékos magyar aranyjáradék-kölcsönkötvények kibocsátásáról. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
1892. évi XVII. törvénycikk a koronaérték megállapításáról. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
1921. évi XXVI. törvénycikk a magyar államadósságokról és az azokat terhelő vagyonszállásokról. <https://net.jogtar.hu/> – utolsó letöltés: 2024. március 1.
- Leonhardt, Gustav et al. (Hrsg.) 1868–1914: *Compass*. Wien.
- Magyar Compass 1874–1888: Mihók Sándor (szerk.): *Magyar Compass*. Budapest.
- Magyar Compass 1889–1894: Armbruster Jakab – G. Nagy Sándor (szerk.): *Magyar Compass*. Budapest.
- Magyar Compass 1895–1911: G. Nagy Sándor (szerk.): *Mihók-féle Magyar Compass*. Budapest.
- Magyar Compass 1912–1914: G. Nagy Sándor (szerk.): *Nagy Magyar Compass*. Budapest.
- Vörös László (szerk.) 1878–1885: *Magyar Vasúti Évkönyv*. Budapest.

Budapesti Áru- és Értéktőzsde Árjegyző Lapja, 1864–1948.

Budapesti Közlöny, 1866–1894.

Pester Lloyd, 1864–1914.

Pesti Napló, 1864, 1865.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Blanchard, Olivier 1993: Movements in the Equity Premium. *Brookings Papers on Economic Activity* (24.) 2. 75–138.
- Campbell, Gareth – Rogers, Meeghan 2017: Integration between the London and New York Stock Exchanges, 1825–1925. *Economic History Review* (70.) 4. 1185–1218.
- Egry Gábor 1995: Az 1873-as tőzsdekrach hatása a magyarországi hitelszervezetre. *Történeti Értékelés* (3.) 1–2. 65–144.
- Engel Emil – Bartha László 1914: *A budapesti tőzsde története 1864–1914*. Budapest.
- Fama, Eugene F. 1965: The Behavior of Stock-Market Prices. *Journal of Business* (38.) 1. 34–105.
- Félegyházy Ágost 1896: *A budapesti tőzsde története 1864–1895*. Budapest.
- Fisher, Lawrence – Lorie, James H. 1964: Rates of Return on Investments in Common Stocks. *Journal of Business* (37.) 1. 1–21.
- Goetzmann, William N. 1993: Patterns in Three Centuries of Stock Market Prices. *Journal of Business* (66.) 2. 249–270.
- Goetzmann, William N. – Ibbotson, Roger G. 2005: History and the equity risk premium. *Yale ICF Working Paper* No. 05-04.
- Goetzmann, William N. – Ibbotson, Roger G. – Peng, Li 2001: A new historical database for the NYSE 1815 to 1925: Performance and predictability. *Journal of Financial Markets* (4.) 1. 1–32.
- Goetzmann, William N. – Ukhov, Andrey D. 2005: British Investment Overseas 1870–1913: A Modern Portfolio Theory Approach. *Review of Finance* (10.) 2. 261–300.
- Grossman, Richard S. 2002: New Indices of British Equity Prices, 1870–1913. *The Journal of Economic History* (62.) 1. 121–146.
- Jobst, Clemens – Scheiber, Thomas 2014: Austria-Hungary: from 1863 to 1914. In: *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the Nineteenth Century to World War II*. Athens–Sofia–Bucharest–Vienna.

- Jorion, Philip – Goetzmann, William N. 1999: Global Stock Markets in the Twentieth Century. *The Journal of Finance* (54.) 3. 953–980.
- Kausel, Anton 1979: Österreichs Volkseinkommen 1830–1913. In: *Geschichte und Ergebnisse der zentralen amtlichen Statistik in Österreich 1829–1979*. (Beiträge zur österreichischen Statistik 550.) Wien.
- Kőrösy József 1901: *A részvénytársulatok pénzügyi eredményei az utolsó negyedszázad alatt (1874–1898)*. 1–2. (Budapest Székesfőváros Statisztikai Hivatalának Közleményei XXIX.) Budapest.
- Kövér György 1986: *1873. Egy krach anatómiája*. Budapest.
- Kövér György 1993: Az Osztrák Nemzeti Bank működése és az Osztrák–Magyar Bank alapításának előzményei, 1851–1878. In: Bácskai Tamás (szerk.): *A Magyar Nemzeti Bank története*. I. *Az Osztrák Nemzeti Banktól a Magyar Nemzeti Bankig 1816–1924*. Budapest.
- Kövér György 2003: A „láthatatlan” aláíró. A 4%-os magyar államkötvények jegyzői 1881-ben. *Korall* 14. 54–79.
- Kövér György 2004: Kincstár és konzorcium: a magyar aranyjáradék-konverzió mérlegei, 1881–1884. *Aetas* (19.) 1. 74–99.
- Kövér György 2018: *A növekedés terhe*. Budapest.
- Kuvshinov, Dmitry – Zimmermann, Kaspar 2022: The big bang: Stock market capitalization in the long run. *Journal of Financial Economics* (145.) 2. 527–552.
- McQuarrie, Edward F. 2020: A Re-Examination of Stock Market Returns from 1871–1897: Did Cowles Get It Right? Working Paper. SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3564496 – utolsó letöltés: 2024. március 1.
- McQuarrie, Edward F. 2024: Stocks for the Long Run? Sometimes Yes, Sometimes No. *Financial Analysts Journal* (80.) 1. 12–28.
- Mérő Katalin 1988: *Az értéktőzsde szerepe és jelentősége a tőkés Magyarország gazdasági életében, 1864–1944*. Budapest.
- Mühlpeck, V. – Sandgruber, R. – Woitek, H. 1979: Index der Verbraucherpreise 1800–1914. In: *Geschichte und Ergebnisse der zentralen amtlichen Statistik in Österreich 1829–1979*. (Beiträge zur österreichischen Statistik 550.) Wien.
- Radnai Márton 1993: *Magyar részvények Budapesten és Bécsben*. Tudományos diákköri dolgozat, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem.
- Radnai Márton 2019: Régi újságokban megjelent táblázatok számítógépes feldolgozása. In: Auer Ádám et al. (szerk.): *A Pro Scientia Aranyérmesek XIV. Konferenciája. Tanulmánykötet*. Pécs, 146–156.
- Radnai Márton 2022: Régi tőzsdei érdekességek. In: Bánáti D. (szerk.): *A Pro Scientia Aranyérmesek XVI. Konferenciája. Tanulmánykötet*. Pécs, 183–189.
- Schulze, Max-Stephan 2000: Patterns of growth and stagnation in the late nineteenth century Habsburg economy. *European Review of Economic History* (4.) 3. 331–340.
- Schwert, G. William 1990: Indexes of U.S. Stock prices from 1802 to 1987. *Journal of Business* (63.) 3. 399–442.
- Siegel, Jeremy J. 1992: The Equity Premium: Stock and Bond Returns since 1802. *Financial Analysts Journal* (48.) 1. 28–38, 46.
- Siegel, Jeremy J. 2005: Perspectives on the Equity Risk Premium. *Financial Analysts Journal* (61.) 6. 61–73.
- World Bank 2021: *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)*. https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2020&most_recent_value_desc=true&start=1975 – utolsó letöltés: 2024. március 1.

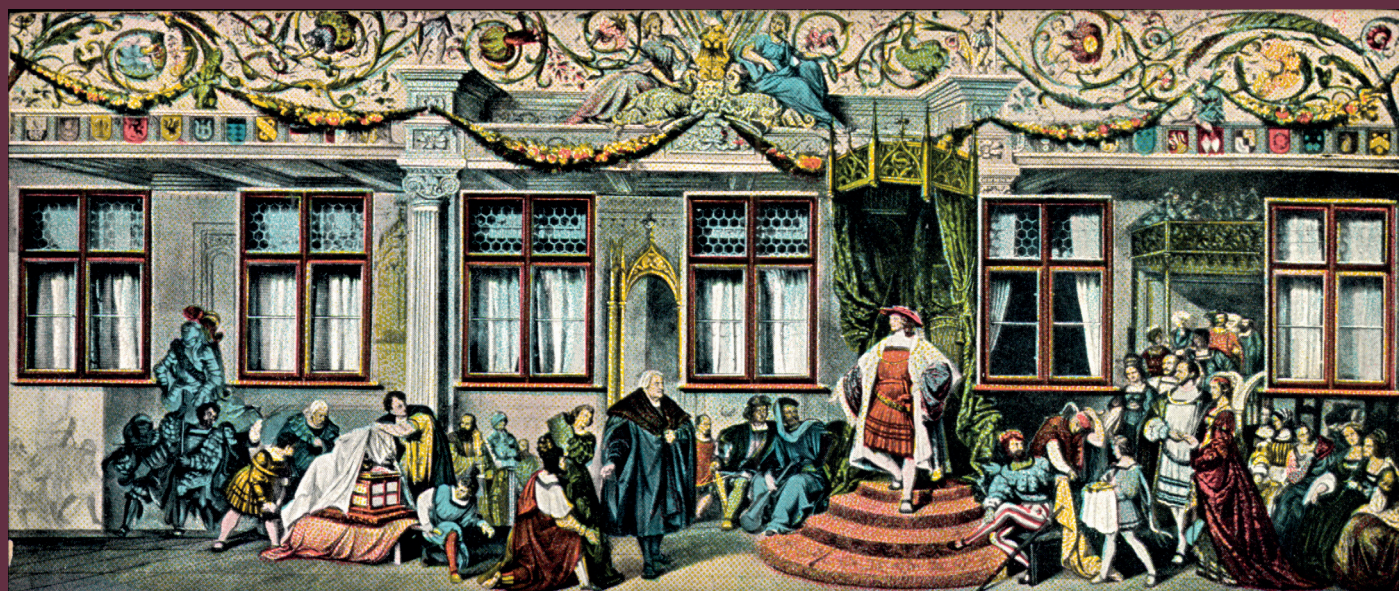
FÜGGELÉK

8. táblázat. Az egyes eszközosztályok hozamai 1865 és 1913 között (százalék)

Év	Résztvények	Államkötvények	Rövid betétek	Arany	Infláció
1865	13,16		5,21		-0,47
1866	19,60		5,00		-0,47
1867	16,95		3,83		-2,01
1868	2,33		3,79		1,93
1869	-2,06	13,97	4,21	2,11	3,20
1870	4,96	3,84	5,33	1,46	3,10
1871	12,13	13,66	5,69	-7,87	7,25
1872	29,26	-3,48	6,08	-6,07	2,18
1873	-11,89	3,52	5,25	5,87	-1,22
1874	7,32	8,66	4,59	-2,40	-3,09
1875	5,54	9,28	4,35	0,38	-1,49
1876	1,73	4,18	4,13	12,45	0,32
1877	18,85	5,73	4,13	-4,45	-3,87
1878	33,58	7,13	4,08	-1,84	-0,11
1879	33,19	13,98	3,54	-1,25	0,56
1880	14,24	13,24	3,19	0,72	-2,00
1881	21,16	7,85	3,55	0,45	-0,80
1882	-0,86	0,60	3,76	0,45	-0,34
1883	6,89	9,28	3,73	1,34	-1,15
1884	14,34	13,74	3,67	0,53	-3,72
1885	3,73	10,29	3,31	4,02	-3,38
1886	11,09	8,70	3,29	-0,76	2,50
1887	-3,31	-3,17	3,58	0,42	-1,46
1888	15,92	11,27	3,56	-4,22	1,61
1889	19,51	3,54	3,73	-3,52	0,12
1890	0,92	6,13	4,09	-4,75	0,49
1891	10,88	8,63	4,07	6,52	-4,84
1892	10,15	11,05	3,68	0,90	0,64
1893	14,13	6,37	3,81	5,71	-0,63
1894	11,13	10,31	3,59	-1,01	2,42
1895	-3,38	1,90	4,20	-2,30	-4,10
1896	-0,64	4,75	3,86	-0,96	0,78

Év	Részvények	Államkötvények	Rövid betétek	Arany	Infláció
1897	7,08	3,32	3,71	0,26	0,77
1898	2,26	3,27	3,97	9,05	2,04
1899	-1,61	-0,01	4,83	-8,06	0,50
1900	-3,82	9,43	4,34	-1,93	-2,99
1901	1,10	9,14	3,69	-0,35	0,77
1902	7,11	9,28	2,75	-0,27	1,65
1903	16,71	7,09	3,10	0,40	1,88
1904	5,91	7,79	3,20	-0,26	5,16
1905	11,68	4,27	3,40	0,22	1,40
1906	10,80	8,57	4,15	-0,22	4,03
1907	0,70	5,30	4,73	0,00	0,55
1908	2,85	7,45	3,85	-0,27	1,10
1909	13,16	12,20	3,34	0,27	3,92
1910	20,03	6,43	3,83	0,00	4,30
1911	8,74	7,85	4,13	0,00	1,31
1912	-3,27	4,04	4,89	1,46	0,40
1913	2,21	2,38	5,70	-0,52	-1,19

Forrás: Saját számítás



A KÖTET SZERZŐI

BAGDI RÓBERT
BALOGH ÁDÁM TIBOR
HALMOS KÁROLY
HORVÁTH GYULA
KOLOH GÁBOR

KOVÁCS ESZTER KATALIN
KOVÁCS KRISZTIÁN
KÖVÉR GYÖRGY
MOLNÁR GYÖNGY KRISZTINA
POGÁNY ÁGNES

PÓSÁN LÁSZLÓ
RADNAI MÁRTON
SIMONKAY MÁRTON
SZATMÁRI ALEXANDRA
TÓZSA-RIGÓ ATTILA

A *Magyar Gazdaságtörténeti Évkönyv* 2024. évi nyolcadik kötete 15 szerző 13 tanulmányát tartalmazza. A történelmi korszakhatárokat átívelő tematikus blokkok két kulcsfogalom köré szerveződnek: *Kamat – Családi gazdaság*.

Az első blokk szerzői hétköznapijaink megszokott jelenségének, a kamatnak történeti formáit, alakulását vizsgálják a középkori járadékkölcsönöktől az államadósságok hozamán át a gazdatartozások rendezéséig. A szövegek jól szemléltetik, hogy minden korszak megpróbálkozott a kamat mértékének szabályozásával, ám a hitelezés hosszú távú alakulását alapjában mégis a piac határozta meg.

A második tematikus blokkot a családi gazdaság fogalma tartja össze. Az itt olvasható tanulmányok az uradalmak szorításában gazdálkodó paraszti birtokok elemzésétől a családi kapitalizmus sikeres vállalkozói karrierjeinek, cégörökítési stratégiáinak a bemutatásáig esettanulmányokban tekintik át a gazdasági szervezetekben minden időkből jelen lévő család szerepét a gazdaságtörténeti folyamatokban.