

# A hazai tőkepiac a globalizálódás árnyékában

*Az utóbbi 1-2 esztendő világgazdaságban bekövetkező fejlődési tendenciáinak ismeretében e cikkben arra a kérdésre keressük a választ, hogy a hihetetlen mértékben felgyorsult világgazdasági információáramlás, valamint a korábban soha nem tapasztalt méretű tőkekoncentráció együttesen milyen hatást gyakorolnak a piacgazdaságokra. Úgy véljük, hogy a piacgazdasági paradigmarendszer eresztékeinél recsegni-ropogni kezdett. A globalizálódás e két, általunk legfontosabbnak tartott szegmense ugyanis oly erővel és olyan gyors ütemben tört utat magának az elmúlt évtizedben, hogy annak hatásai mára tulajdonképpen „beérték”. A reálgazdaságban végbemenő tőkekoncentrációs folyamatokhoz felzárkóztak a pénzgazdasági piaci szereplők is, így olyan multinacionális beruházók és befektetők jöttek létre, akik mind a reálgazdaságok, mind a pénzgazdaságok nemzeti piaci kereteit „kinőttek”. A piaci mozgások öntörvényűvé váltak, egyre nagyobb szakadék tátong a reálgazdasági teljesítmény és a tőkepiaci megmérettetés között. A piac központi gazdaságszervező funkciója, különösen a kis méretű, liberalizált tőkepiacok – mint amilyen a hazai is – vonatkozásában teljes joggal megkérdőjeleződik. Írásunk ezt a kérdőjelet igyekszik érvekkel alátámasztani.<sup>1</sup>*

## MI IS TÖRTÉNT VALÓJÁBAN AZ ELMÚLT NÉHÁNY ESZTENDŐBEN?

A Délkelet-Ázsiában 1997 júliusa óta tomboló pénzügyi vihar Hongkong közvetítésével a világ nagy tőzsdéire is áterjedt. A tíz évvel ezelőtti krach óta nem látott pánikszerű eladási hullámot keltett. 1997. október 26-án, hétfőn a New York-i értéktőzsde (NYSE) 30 legfontosabb részvényének árfolyammozgását követő

1. A cikk a Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karán a Vállalati Pénzügy Szakirányon, az Értékpapír-értékelés c. tantárgy keretein belül íródott. E tárgy oktatásának infrastrukturális háttérét immáron két év óta támogatja az ÁPTF, mely támogatásért itt mondunk köszönetet. Köszönettel tartozunk Berend Iván és Bélyác Iván professzoroknak is hasznos tanácsaikért.

Dow Jones ipari átlagindex (DJIA) 554 ponttal (7,18%) története legnagyobb pontvesztését szenvedte el. A DJIA olyan gyorsasággal vesztett az értékéből, hogy igénybe kellett venni azokat a „fékeket”, amelyeket még az 1987-es krízis után építettek be, megakadályozandó az akkorihoz hasonló pánik kitörését. A Wall Streeten kitört eladási láz a pénzpiacok logikája szerint természetesen áterjedt az NYSE után először nyitott ázsiai, majd a sorrendben következő európai börzékre is.

A részvényárfolyamok Moszkvától Sydneyig, Tokiótól Budapestig, a Közel-Kelettől Dél-Afrikáig mindenütt estek, ami nemcsak azt mutatta, hogy befektetői pánik tört ki, de azt is, hogy a világ tőzsdéi egy, a világot átfogó globális információs láncra fűződnek.

A problémák ez év nyár elején jelentkeztek, amikor a spekulánsok támadást intéztek a thaiföldi baht ellen,<sup>2</sup> melynek leértékelődését a bangkoki kormány július elején kénytelen volt tudomásul venni. Miután a bahtot az amerikai dollárhoz kötő kapocs elszakadt, a pénzügyi vihar elsöpörte a délkelet-ázsiai térség több más országának valutáját is. Sorra leértékelődtek a környező országok valutái. A thaiföldi „lepke” szárnyshogása elérte Hongkongot is. A hongkongi eladási lázat az váltotta ki, hogy a spekulánsok úgy vélték: ha a térségben már minden fontos valutát leértékelésre kényszerítettek, akkor miért ne tehetnék meg ezt a hongkongi dollárral is. Azonban Hongkong pénzügyi vezetése a valuta védelme mellett döntött, s az irányadó, egynapos lejáratú hitelekre nyújtott piaci kamatlábat átmenetileg 300%-ra emelve inkább elviselte, hogy a monetáris szigorítás miatt elkezdtek esni a tőzsdéi árfolyamok.

A Budapesti Értéktőzsde sem alhatta át a válságot, mint sokan remélték, a hosszú ünnepi hét végén. Hétfőn már 3,4%-kal estek az árfolyamok, kedden pedig az előző napi 7833 pontról 6541-re, azaz 16%-kal zuhant a BUX. „1997-ben New Yorkban 30, Londonban 36, nálunk pedig 105 százalékkal nőttek az árak. Több, mértékadó vélemény szerint törvényszerű volt, hogy

2. Vélhetően nem indokolatlanul éppen e valuta ellen.

egyszer eljön a visszarendeződés ideje.”<sup>3</sup>

November közepén továbbra is nyugtalanság jellemezte a nemzetközi részvénytőzsdéket. A Budapesti Értéktőzsde mozgalmasságát élte át. A BÉT fennállása óta a legnagyobb – de a világ tőzsdéi is szokatlanul nagy – mértékű árcsökkenést produkáltak: a BUX az október 22-i 8106 pontról 3 hét alatt, 1997. november 13-án 5561 pontra esett, azaz mintegy 40%-ot veszített nominális értékéből. A

november 13-i „fekete csütörtök” 12%-os mélyrepülését feltehetően még hosszú ideig elemzik majd a tőzsdei szakértők, ám az már most is tudható: a bésznek alapvetően nem belső reálgazdasági okai voltak, a magyar nemzetgazdaság főbb mutatói ebben az időszakban nem váltak kedvezőtlenebbé.

A nemzetközi értéktőzsdéken az 1998-as év első negyedében uralkodó hausse-hangulat, a magyar börzére is áterjedve, a BUX indexet 9000 pont fölé emelte. A hausse azonban átmenetinek bizonyult: a nemzetközi, főként az amerikai tőzsdén az optimista hangulat április közepén enyhült, ami annak köszönhető, hogy míg 1998 elején az S&P 500-as indexben lévő részvénytársaságok átlagos eredménynövekedését 10,5%-ra becsülték, addig ugyanennek a negyedévnek a végére már ennél lényegesen óvatosabb becsléseket hoztak nyilvánosságra az elemzők. Az átlagos eredménynövekedésnél viszont jóval magasabb ütemet mutatott az index növekedése. Ennek oka a távol-keleti piacokról fokozatosan kivont forró pénzek beáramlása volt. Az amerikai értéktőzsdét elemzők egyhangú véleménye volt, hogy jelentősebb visszarendeződéstől kell tartani. Ez pedig nyilván nem maradt hatástalan a hazai tőzsdén sem.

Nem szabad elfeledkeznünk ugyanakkor egy belpolitikai fejleményről sem: a választások időpontja egyre közelebb került, így a politikai, de még inkább a gazdaságpolitikai bizonytalanság is jelentős hatást gyakorolt a tőzsdei hangulatra. Szintén kedvezőtlen momentum, hogy a forint elmozdult az intervenció sáv aljáról, ami a külföldi tőke egyelőre meghatározhatatlan mértékű kiáramlására utalt.

”

**A választások lezárultával a befektetők bizalmának helyreállításában nagy szerepe volt annak, hogy enyhült a belpolitikai bizonytalanság. Azonban már ekkor több elemző számolt egy esetleges orosz pénzügyi elbizonytalanodással.**

”

A választásokat követően a legtöbb elemző nagymértékű áremelkedést várt, amit a GDP várható magas növekedési üteme, valamint a hazai hitelbesorolás várható kedvezőbb megítélése indokolt. A Budapesti Értéktőzsde részvényindexe azonban 212 ponttal, 8466 pontra esett 1998. május 11-én, hétfőn az országgyűlési választások első fordulójára (május 10.) után, ezzel egy hét alatt a BUX összesen 274 pontot veszített értékéből, ami azt is mutatja, hogy a vá-

lasztások első fordulós eredményei nem töltötték el a megelégedést a külföldi befektetőket. Az elbizonytalanodás egyértelműen a választási eredményekkel hozható összefüggésbe. A szavazás kimenetele ugyan alig tért el a közvélemény-kutatások alapján prognosztizálttól, a befektetőkben viszont ekkor tudatosult: van esély a kormányváltásra. A befektetők féltelműen egyrészt egy kiegyenlített eredményt követő ponthelyzet okozta bizonytalanságból, másrészt az esetlegesen megalakuló jobboldali kormányban szerepet kapó koalíciós partner korábbi ígéreteiből, valamint a szóba jöhető kisebbségi kormány sebezhetőségéből fakadtak.

A következő hét hétfőjén (május 18.) a BUX 7830 ponton zárt, ami az egy héttel korábbi értéknél 637 ponttal alacsonyabb. Az így már teljes azévi nyereségét elvesztő BUX csökkenése az április 23-án elért 9016 pontos addigi csúcshoz képest immár 1186 pont, 13% volt.

Az 1998. június 1-i zuhanást követő ingadozások fejleményeként egy hét alatt 11,4%-ot esett a BUX. Az okok elsődlegesen a kormányváltáshoz kapcsolódó politikai bizonytalanságból, valamint a fejlődő piacokon általánosan tapasztalható visszaesésben keresendők. Az elmúlt időszakban éppen a kelet-európai tőzsdék ereszkedtek legalacsonyabbra: elsősorban a devizaválsággal küszködő, s ezzel az „ázsiai vírus” áttételes hatásait ismét reflektorfénybe állító Oroszországban, ahol 13,8%-os visszaesést regisztráltak, de 7,7%-os megtorpanást mutatott a lengyel tőzsde is.

Posztívumként lehetett értékelni, hogy az alakulófélben lévő kormánynak nem állt szándékában változtatni a jegybank autonómiáján, sőt az MNB elnökét sem kívánta elmozdítani helyéről. Kedvező hatásra lehetett számítani azokból a kijelentésekből, amelyek szerint a leendő politikai vezetés az 1998-as évben nem változtat a csúszó leértékelés rendszerén, és a későbbi módosításokat is csak fokozatosan, az ésszerűség szem előtt tartva hajtja végre. Így a költségvetési politika lazításának irányába ható nyilatkozatok elle-

3. „Ennek most meglehetősen gyors változtatást tapasztaltuk meg” – értékelte Járai Zsigmond, a BÉT akkori elnöke a börze addigi történetének leg súlyosabb zuhanását. Járai szerint a kétszámjegyű tőzsdei értékvesztés egyedüli oka a nemzetközi tőzsdéken eluralkodó áresés, az ország gazdasági helyzete semmivel sem rosszabb, mint néhány hete. Járai a soknak mondható 1600-as kötésszámból arra következtetett, hogy elsősorban a kisbefektetők estek pánikba.

nére a főbb makrogazdasági elemek egyelőre stabilnak látszottak. A befektetők tartottak a választási ígéretek költségvetést „puhító” részétől, s bizalmatlanságuk csupán akkor kezdett enyhülni, amikor a leendő kormány a gazdasági kulcspozíciókba a tőkepiacon elismert szakembereket szemelt ki.

A választások lezárultával a befektetők bizalmának helyreállításában nagy szerepe volt annak, hogy enyhült a belpolitikai bizonytalanság. Azonban már ekkor több elemző számolt egy esetleges orosz pénzügyi elbizonytalanodással. Oroszország pénzügyi megítélését rontotta, hogy a londoni Fitch IBCA hitelminősítő intézet negatív kilátással, BB pluszról BB-re minősítette vissza hosszú lejáratú külföldi devizaadósságát.<sup>4</sup>

Február-márciusban már látszottak az Oroszország pénzügyi helyzetével kapcsolatos első negatív jelek. Ekkor azonban még bízni lehetett abban, hogy a piaci reformok mellett elkötelezett orosz vezetés (különösen a március végén hivatalba lépett Kirijenko-kabinet) megoldja az államkincstár problémáit. Áprilisra a rubel elleni sorozatos spekulációs támadások, valamint a jen fokozatos leértékelődése félelmet keltett a befektetőkben. A hazai választási bizonytalanságok elmúltával, júniustól kezdve egyértelműen az aktuális oroszországi és japán helyzet alakította a befektetők megbízásait a Budapesti Értéktőzsde részvénytőzsdén.

Az akkori elemzések többsége szerint Magyarország Oroszországgal fennálló, nem túl jelentős kereskedelmi és pénzügyi kapcsolata nem jelenthetett tartós veszélyt a stabil alapokkal és biztató növekedési kilátásokkal rendelkező magyar gazdaság számára. Ezért aztán a valuta- és részvényárfolyamok mélyrepülését leginkább az okozta, hogy a nagy nyugati befektetők portfóliójában Oroszország és a kelet-közép-európai államok még mindig összerosódnak.

A magyar gazdaságban ebben az időszakban még nem történt semmi olyan rendkívüli esemény, ami indokolta volna a BÉT részvénytőzsdéjének augusztusi mélyrepülését. A BÉT megroppanását egyértelműen a világgazdasági események okozták, elsősorban az oroszországi pénzügyi káosz. A befektetők bizalmát nem állította helyre az új japán kormány által meghirdetett intézkedéscsomag sem, ami szintén nem segítette elő a hazai tőzsde kilábalását.

A bizonytalanság oly mértékű volt, hogy számos forgatókönyv terjedt el arról, vajon meddig és milyen mértékben folytatódhat a nemzetközi tőzsdék s velük együtt a hazai mélyrepülése, milyen összegben von-

”

**A világgazdaság dél-amerikai szegletében mutatkozó válságjelenségek felerősödtek: ezek miatt globális besszhangulat illetve kivárás volt jellemző, ami a BÉT-en is éreztette hatását.**

”

nak ki tőkét a külföldi befektetők Magyarországról. A BÉT egyes befektetői feltehetően arra a hírre is élénken reagáltak, hogy a kormány a pénzügyi stabilitásnak ad prioritást a gazdasági növekedéssel szemben. A tőzsdeindex 1998. szeptember 21-én már 225 ponttal volt alacsonyabb a lélektani határnak tartott 4000-nél. Hogy ebben mekkora szerepe volt a világ-

gazdasági recessziótól való félelemnek, illetve annak, hogy a Fidesz-MPP vezette kormánykoalíció által jövőre remélt, 5%-nál is nagyobb gazdasági növekedés helyett készülöben van egy olyan gazdasági stratégia is, amelyben mindössze 3-4%-os bruttó nemzetitermék-bővüléssel számolnak, ezt nem lehet megmondani.

Az őszi válság mélypontja (szeptember 21.) után lassú felívelés következett a BÉT-en. Az amerikai jegybank egymás után háromszor (szept. 29., okt. 1., nov. 29.) negyedszázalékos kamatcsökkentést jelentett be, amit december 3-án az EU-országok egybehangolt kamatcsökkentése követett. Ezeknek a nemzetközi eseményeknek köszönhetően a BUX október végétől november elejéig megközelítően 50%-os emelkedést könyvelhetett el, mindezt úgy, hogy a tényleges reál-gazdasági teljesítmények semmit sem változtak, a várakozásoknak megfelelően alakultak.

Az őszi válságban Brazília valutája 1998. szeptember 11-én oly mértékben megingott, hogy az ottani kormány a lebegtetési sáv kiszélesítését volt kénytelen elhatározni. 1998. november 13-án azonban, miután az IMF 41 milliárd dolláros hitelt szavazott meg Brazíliának, úgy látszott, hogy megoldódott a brazil fizetési válság. A világgazdaság dél-amerikai szegletében mutatkozó válságjelenségek januárra felerősödtek: ezek miatt ugyanis globális besszhangulat illetve kivárás volt jellemző, ami a BÉT-en is éreztette hatását.

A BUX az új év első kereskedési napjának euforikus nyitánya után – hidegzuhanyként – 1999. január 18-án 10%-ot veszített értékéből, s a hét egészében mintegy 17%-os esést szenvedett el. Az események hátterében a világgazdasági válság kirobbanásától való félelem állt. Ráadásul Brazíliában több egyesült államokbeli banknak is nagy kihelyezései vannak, ami miatt az árfolyamok mind az amerikai, mind az európai tőzsdéken szabadesésbe kezdtek. Az árfolyamok zuhanása paradox módon épp akkor fordult emelkedésbe, amikor a brazil kormány bejelentette, hogy felhagy nemzeti valutájával, a real védelmével és lebegteti azt. A befektetők kedvezően fogadták a real szabad lebegtetésének bevezetését, ami rövid távon – a devizatartalék-állomány csökkenésének megállítása miatt –

4. Bank&Tőzsde, 1998. június 12.

pozitív fejlemény lehet. Ettől még a brazil problémák nem oldódtak meg, de jó esély van az IMF és a térségben érdekelt USA segítségére. Számos elemző szerint óvatosságra int, hogy bár a valuta értékvesztése megnyitotta az utat a válságból kivezető kamatmérséklés, és így a recesszióból való kilábalás lehetősége felé, a brazil jegybank, az IMF jóváhagyásától kísérve, a real iránti bizalom helyreállítása érdekében éppen monetáris szigort léptetett életbe, és átmenetileg emelte a kamatokat. A nemzeti valuta folyamatos leértékelődése miatt interveniált is annak érdekében. Egyes elemzők arra is utalnak, hogy a real tartós leértékelése az OECD-országok növekedését is számottevően lassíthatja, aminek következtében az ideai évre prognosztizált 1,7% körüli átlagos GDP-növekedés 1,2-1,3%-ra mérséklődhet.<sup>5</sup>

A brazil veszély elmúltával megfontolt áremelkedés kezdődött a nemzetközi tőzsdéken. Ezzel azonban a hazai tőzsde nem tudott lépést tartani. Az, hogy a BÉT nem mozog egy irányban a mértékadó tőzsdékkel, új fejlemény, korábban – kivéve talán a választások időszakát – nem volt jellemző. Magyarország befektetői megítélését manapság a gazdaság növekedési kilátásainak csökkenése és az határozza meg, hogy mennyire lesznek tartósak a növekedés által generált egyensúlyi problémák.

A folyó fizetési mérleg egyenlege rosszabb lett a vártnál, a deficit az 1997. évi 981 millió dollárról 2264 millió dollárra nőtt. Ennek oka azonban nem a külkereskedelmi mérlegben keresendő. Ezt támasztja alá az is, hogy a folyó fizetési mérleg magas hiányához nem párosult reálárfolyam-felértékelődés, illetőleg nem kísértette a fogyasztás elszabadulása sem: nagyrészt egyszeri, profitrepatriálási műveletekre vezethető vissza. Az egyensúlyromlás tehát mindenképpen figyelemre méltó, de véleményünk szerint jelenlegi mértékében a növekedés természetes velejárójaként kezelhető.

Cikkünk most következő részében arra teszünk kísérletet, hogy a történésekből a viszonylag kis méretű, viszont likvid és nyitott tőkepiacokra – amilyenek a magyar tőkepiacot is tartjuk – nézve általánosítható következtetéseket vonjunk le.

### **A globalizáció következményeként a tőzsdék együttmozgása figyelhető meg**

Az együttmozgás természetesen inkább képletes értelemben használható, hiszen senkinek nem jutna eszébe mondjuk a DJIA

<sup>5</sup> Bank & Tőzsde, 1999. január 29.

mozgásait magyarázó változóként a BUX-ot feltüntetni, fordítva viszont annál inkább. A nagy vezető tőzsdék meghatározó jelentőségűek, így az együttmozgások inkább a kisebb tőzsdék követő magatartását jelentik.

Az általunk vizsgált időtartam alatt a hazai tőzsde vonatkozásában – két kisebb időszakot kivéve – tulajdonképpen kimutatható a korreláció, bár a kapcsolat egyre kevésbé szoros. Brókerkörökben még néhány hónapja is népszerű volt idézgetni, hogy a budapesti piacot leginkább a New York-i változások mozgatják, s hogy a két tőzsde korrelációs együtthatója 90% fölötti. Ez természetesen balgaság, a két piac illetően egybeesését ugyanis az a véletlen magyarázza, hogy a két index névértéke eléggé közel állt egymáshoz: ha a harminc nagy amerikai vállalat részvényeinek árfolyamát tükröző Dow Jones index 8500, a magyar BUX 7500 pont körül jár, eltörpülni látszik az előbbi 30 pontos, illetve az utóbbi 100 pontos változása. Pedig ha nem az indexek nominális értékét, hanem a hozamokat vizsgáljuk, azt találjuk: a különbség négyszeres. Ha a BUX és Dow Jones napi hozamait vetjük egybe az utóbbi 32 hónapban, a korreláció már nem 90, hanem csak 27%. Míg a záró és nyitó árfolyamok közötti változások erősen, a nyitástól a zárásig számított hozamok csak gyengén korrelálnak az amerikai piaccal. Ha a heti elmozdulásokat figyeljük, az utóbbi 32 hónapban a BUX 31,4%-os korrelációt mutat a Dow Joneszal, 36,5%-osat a német DAX-szal és 45,2%-osat az orosz piaccal. A Világbankhoz tartozó International Finance Corporation (IFC) kiszámította az utóbbi öt esztendő havi együttmozgásait is: kalkulációi szerint a magyar tőzsde 34%-os korrelációt mutat az SP-vel. Ez Kelet-Európában meglehetősen magasnak számít, hiszen a cseh piac együtthatója 16%, de még a lengyelé is csak 25 százalékos. A magyar piac havi elmozdulásának korrelációs együtthatója a tokiói börzével 21 százalékos, a moszkvaival viszont 79 százalékos, ami minden más összefüggésnél erősebb. Az orosz tőzsde után a budapesti börze a brazillal mozog leginkább együtt, a mutató

60%, ami annak köszönhető, hogy valószínűleg hasonlóképpen hatnak a két tőzsdén a fejlődő piacokat érintő változások. Messzemenő következtetéseket mégsem célszerű levonni ezekből a mutatókból. Ennél sokkal érdekesebb lehet annak vizsgálata: vajon mely időszakokban csökken a korreláció, illetve mikor nem szignifikáns a kapcsolat a vezető tőzsdék és a követők között.

A BÉT viszonylatában két időszak szembetűnő: 1998. má-

”  
Brókerkörökben népszerű volt idézgetni, hogy a budapesti piacot leginkább a New York-i változások mozgatják, s hogy a két tőzsde korrelációs együtthatója 90% fölötti. Ez természetesen balgaság, a két piac illetően egybeesését a véletlen magyarázza.

”

jus és 1999. február. Ezek az időszakok egyértelműen belgazdasági vagy/és belpolitikai fejleményekhez köthetők. Természetesnek tekinthető, hiszen a tőzsdei tapasztalatok is ezt mutatják, hogy a választások időszakában a megnövekvő politikai bizonytalanságra a tőzsdék átmeneti visszaeséssel reagálnak. Semmi csodálkoznivaló nincs tehát azon, hogy ebben az időszakban a hazai tőzsdei mozgásokat elsősorban belpolitikai tényezők magyarázzák, s nem a világ tőzsdéin uralkodó hangulat. Sokkal érdekesebb viszont a mostani helyzet: az elszakadás magyarázatát sokan abban vélik megtalálni, hogy a szokatlan növekedési ütem által kiváltott egyensúlytalansági problémákat a külföldi befektetők felismerték, ezért ódzkodnak a magyar papírok vásárlásától. Semmi okunk rá, hogy ezt a vélekedést megkérdőjelezzük, viszont mindenképpen figyelemre méltó az időzítés és a mérték. Miért éppen most és miért éppen ilyen mértékben el-  
hetjük át a visszaesést?

Gondolatmenetünk alapján logikus következtetésnek látszik, hogy a szoros együttmozgás, a globális hatás csak akkor szorul háttérbe, ha olyan mértékű belső ható-tényezők válnak uralkodóvá, amelyek az árfolyamokra nagyobb hatást képesek kifejteni, mint a globális tényezők. Az, hogy mely piacon milyen faktorok milyen hatóerővel bírnak, több tényezőtől is függ: leginkább a piac méretétől, a piaci szereplők összetételétől,<sup>6</sup> vagy másképpen a piac nyitottságától, a likviditástól és az információhatékonyságtól. Amikor ezen tényezők tetszőleges összetétele elér egy kritikus értéket, akkor az casus belliként funkcionál. Ez tulajdonképpen egy váltópont, ami mindig a világ tőzsdei tendenciáival ellentétes, vagy annak nem megfelelő relatív mértékű elmozdulást eredményez egy bizonyos időszakban. Úgy véljük, hogy ezen hatások az ellenirányultságot illetően aligha lehetnek tartósak, viszont az eltérő ütemek a mérték tekintetében tartós lemar-

6. A magyar részvények tulajdonosi megoszlása 1998 júliusában: a külföldi befektetők 30%-ot, a MagyarCom - a Matáv Rt. megvásárlására alakított konzorcium - 20%-ot, a magyar vállalatok 20%-ot, a lakosság 15%-ot, az ÁPV Rt. 9%-ot tudhat magáénak. A többi intézményi befektetők, brókercégek, bankok alkotják.

”

**A választások időszakában a megnövekvő politikai bizonytalanságra a tőzsdék átmeneti visszaeséssel reagálnak. Semmi csodálkoznivaló nincs tehát azon, hogy ebben az időszakban a hazai tőzsdei mozgásokat elsősorban belpolitikai tényezők magyarázzák, s nem a világ tőzsdéin uralkodó hangulat.**

◆

**A hazai piac elmúlt másfél évben bekövetkezett, több mint 50%-os reál-leértékelődése mögött elsősorban nem makrogazdasági és nem is vállalati tényezők keresendők, hanem a piac technikai kockázati faktorai, amelyek közé bátran sorolhatjuk a tapasztalatlanságot is.**

”

dást, esetleg elszakadást jelenthetnek.

A kis, likvid, nyitott tőkepiacokon a kiváltó ok megjelenését követően mind pozitív, mind negatív irányban önmagát gerjesztő folyamatok eredményeképpen eszkalálódó árfolyammozgások lépnek fel, amelyek felerősítik az árfolyamgeneráló hatásokat. Az ily módon keletkező, szűkülő vagy bővülő spirál szélsőségesebb, azaz nagyobb amplitúdójú árfolyammozgásokat idéz elő, mint az egyébként szokványos világtőzsdei tendencia által indokolható mérték.

Ez nyilvánvalóan nagyobb volatilitást indukál, aminek következtében az adott piacot a kockázatosabbak közé sorolják, még akkor is, ha egyébként a makrogazdasági és vállalati adatok alapján biztonságosak a befektetések.

Szerintünk tehát a hazai piac elmúlt másfél évben bekövetkezett, több mint 50%-os reál-leértékelődése mögött elsősorban nem makrogazdasági és nem is

vállalati tényezők keresendők, hanem a piac imént említett, mondjuk úgy, technikai kockázati faktorai, amelyek közé bátran sorolhatjuk a tapasztalatlanságot is.

Az 1997. októberi nemzetközi tőzsdei eladási láz egyértelműen bizonyította, hogy a világ pénzügyi piaci összefüggő láncot alkotnak, és a befektetői pánik, hisztéria a határokat és a gazdasági mutatókat figyelmen kívül hagyva terjed szét a tőzsdéken. A magyar tőzsdén a részvények árfolyamának október végi első, nagyszabású esése a külföldi intézményi befektetők eladásainak volt köszönhető. Ez, a már említett globális pánik mellett még egy, szintén globális élménnyel magyarázható: a hosszan tartó szárnyalással és az azt követő kijózanodással. A hazai befektetők ugyanolyan euforikusan kezelték a magyar értékpapírpiacot, mint a nemzetközi befektetők, azonban sem pszichikailag, sem anyagilag, sem kockázatkezelési technikájukat illetően nem voltak felkészülve nagyarányú negatív elmozdulásokra. A magyar tőzsde az év elejétől október közepéig szárnyalt. A magas hozamok, a „mindig felfelé” érzése a belföldi kereslet technikai növelését is kiváltotta. A befektetők a pénzpiaci kamatok és a részvényhozamok különbségeire építve külső forrásokat is

igénybe vettek részvényvásárlásaikhoz. Ilyen külső forrás például a lombardhitel. A tőzsde felvirágzásakor a lombardhitel-állomány, becslések szerint, meghaladta az 50 milliárd Ft-ot. E hitelállomány egy részének likvidálása pedig az első, október végi áresést követő tőzsdei bizonytalanság idején további áresést váltott ki.

### **A tőkekoncentráció, valamint a szabad tőke- és információáramlás felgyorsult**

E folyamatok eredőjeként a nagyméretű, nagy összegekkel történő spekulációk rövid távon még a viszonylag stabilnak hitt tőkepiacokon is egyensúlyzavarokat idézhetnek elő. Főleg, ha a tőkemozgások nem korlátozottak, koncentráltan, nagy tömegben és iszonyú gyorsan történnek. Egy-egy valuta megingatása olyankor is lehetséges, ha egyébként a reálgazdasági alapok stabilak vagy legalábbis megfelelőek, ha néhány nagyobb spekuláns úgy véli, indokolatlan az árfolyam. Ezzel persze nem akarjuk azt állítani, hogy az ázsiai valuták megingása pusztán spekulációs támadások eredménye lenne, de azt mindenképpen, hogy a spekulációk a folyamatok eszkalálódásában komoly szerepet játszanak. A kiváltó ok tehát itt is elsősorban belgazdasági és/vagy belpolitikai, de ami az után következik, annak már nem sok köze van a fundamentális alapokhoz, sokkal inkább pszichológiai kérdéssé válik.

Ez a hatás fokozottan jelentkezik a kisebb, nyitott tőkepiacokon, ami az eszkalálódás folyamatát felerősíti, vagy tulajdonképpen úgy is mondhatjuk: megalapozza. Ilyen körülmények között joggal merülnek fel a következő kérdések: tulajdonképpen mit mér a tőzsde, tágabb értelemben a tőkepiac? Mi tekinthető alul- vagy túlértékeltnek? Létezik-e egyáltalán benső érték, vagy az csak egy fikció? Ha létezik, valóban képes-e a mozgáscentrum szerepét eljátszani? A fundamentális alapoknak vajon semmi hatásuk nincs a tőzsdei megmértetésre? Az árfolyamokat csak globális pénzgazdasági tényezők alakítják? Egyáltalán, van-e valamilyen kapcsolat a reálgazdasági teljesítmények és a tőkepiaci megmértetés között? Ezek nehéz kérdések, teljes körű megválaszolásukra nyilván nem vállalkozhatunk, de azt általában elmondhatjuk, hogy a kiváltó ok vélhetően általában reálgazdasági természetű, majd ezt követően megfigyelhető egy időszakonként változó intenzitású elszakadás a reál- és a pénzgazdasági teljesítmények között.

Már csak félig-meddig tudunk abban hinni, hogy az értékpapírpiacok hosszú távon alapvetően a gazdasági jelenségeket tükrözik: „a tőzsde a gazdasági barométer szerepét tölti be”. A tőzsde gazdasági barométer szerepe azt jelenti, hogy hosszabb távon a tőzsdei árfolyammozgások és a gazdaság általános konjunkturális helyzete között szoros összefüggések mutathatók ki. Az általános gazdasági konjunktúrát a tőzsde előrejelzi. A tőzsdei árfolyammozgásokból lehet következtetni a gazdaság általános állapotára és viszont: a gazdasági konjunktúra érzeteti hatását a tőzsdén.<sup>7</sup>

Ilyen körülmények között nehéz eldönteni, hogy vajon az 1997. őszi zuhanás előtt voltak túlértékelték a papírok, vagy azt követően váltak alulértékeltté. De ugyanígy relativizálódik a mai helyzetben a vásárlási szándék erősítését szolgáló, oly sokat hangoztatott érv is, miszerint a magyar részvények alulértékeltté váltak.

Vegyük figyelembe, hogy az 1991-ben 1000 pontról induló, most 5500 körüli BUX-érték az elmúlt nyolc esztendőben évente átlagosan 23–24% növekedési ütemet mutat. Ez pedig ilyen inflációs közegben aligha nyújt fedezetet az infláció ellensúlyozására. Való igaz, hogy a növekedés az utolsó három évre koncentráldott: 1995 végén a BUX még csak 1400 pont volt, majd 1996 végére 4000 pont fölé emelkedett és 1997 októberében már 8000 pont fölött volt.

Szerencsés egybeesések sorozatának köszönhető ez a dinamika, hiszen a makrogazdasági stabilitás első jeleit értékelve ekkortól jelentek meg a külföldi befektetők a hazai piacon, eddigre ért el viszonylagos likviditást és kielégítő kínálatot az értéktőzsde, és eddigre enyhült a költségvetés forráséhsége annyira, hogy lehetőséget teremtett az addig jóformán kizárólagos állampapír-befektetések mellett részvényvásárlásokra is.

Ezt a logikát követve, az elmúlt 8 év inflációs rátáira mindig néhány százalékpontnyi reálhozamot is kalkulálva, a BUX reális értéke véleményünk szerint 7500 pont közelében lenne. Ezt alátámasztják a tőzsdei cégek nyereségnövekedési adatai is.

”  
Joggal merülnek fel a következő kérdések: tulajdonképpen mit mér a tőzsde, tágabb értelemben a tőkepiac? Mi tekinthető alul- vagy túlértékeltnek?  
”

◆  
Egyáltalán, van-e valamilyen kapcsolat a reálgazdasági teljesítmények és a tőkepiaci megmértetés között?  
”

### **Globális recesszió vagy a növekedési ütem lassulása?**

A tőzsde értékmérő szerepe szempontjából a jövőbeli eseményekre nézve a kérdés ma már elsősorban az, hogy globális recesszió elé nézünk-e, vagy csak a növekedési ütem lelassu-

7. DR. ULBERT JÓZSEF: *Értékpapír-értékelés.* JTE KTK PÉCS, 1996, 15. p.

lása tapasztalható. Ha az ember a tőzsdékre tekint, akkor hajlamos az előbbi állítást elhinni, azonban a tőzsdék az 1998 májusát megelőző hat recesszió helyett tizenegyet jósoltak előre,<sup>8</sup> azaz a teljes borulátás most sem feltétlenül indokolt.

A jelenlegi előrejelzések csak a gazdaságok lassulására utalnak, ami gátat szabhat a tőzsdék gyengélkedésének. E tőzsdék mozgását nagy mértékben meghatározhatja, hogy az egyes országokban a gazdaságpolitika milyen gyorsan reagál a folyamatokra. A kamatszintek csökkentése az USA-ban és Kanadában elkezdődött, de Angliában és esetleg még néhány további európai országban is várhatóak hasonló lépések.

A Budapesti Értéktőzsde folyamatait a fent említett globális hatásokon túl egyrészt az határozhatja meg, hogy a befektetők hogyan értékelik az elmúlt negyedéves vállalati eredményeket, valamint hogy a kormány bizalmat tud-e kelteni az országban befektetni szándékozók körében. Az elmúlt negyedévekben közölt kitűnő vállalati eredmények és a bekövetkezett árfolyamesések erős kontrasztja olyan ellentmondás, ami tartósan nem maradhat fenn.

### A befektetői döntések motivációs háttere átalakult

A tőkekoncentráció folyamánként a tőzsdei szereplők is átstrukturálódtak. Visszaszorulóban vannak a hagyományos kisbefektetők. Az ő döntéseiket nem a rövid távú spekulációs szándék vezérli, hanem a hosszú távú tulajdonosi érzület. Egyre ritkábban találkozunk olyan tulajdonosokkal, akik a jövőbeli osztalék reményében tartják vagy vásárolják meg papírjaikat, vagy netán azért, mert így részt vehetnek a közgyűléseken és gyakorolhatják tulajdonosi jogaikat. A papírokat vásárlók döntéseinek hátterében egyre inkább az elérhető árfolyamnyereség áll, ez pedig a tulajdonosi szemlélet helyett a spekulációs motívumokat erősíti. Ahol a vásárlás célja a tényleges birtoklás, ott általában nem tőzsdén történik az adásvétel. A fúziók, az ún. szakmai befektetők esetében a tőzsdék inkább árfolyamkövető szerepet játszanak.

A nem túl pozitív tendenciák kiváltó oka véleményünk szerint, hogy az árfolyamok egyre merésze-

”

A day tradingnek nevezett, még a lóversenynél is rosszabb fogadások például minden makrogazdasági és vállalati kockázati tényezőt kiiktatnak a döntésekből. Egy napi kereskedőt a legkevésbé az érdekli, melyik ország melyik papírját veszi, vagy adja el. Egyetlen dolog lebeg a szeme előtt: jó időpontban tegye ezt. Természetes, hogy ilyen körülmények között egyre nagyobb úr tátong a reálgazdasági és a pénzügyi folyamatok között.

”

ben elszakadnak a névértékektől – ami önmagában is veszélyforrás, hiszen a számviteli kimutatásokban a jegyzett tőke, mint az egyik legfontosabb fundamentális adat, tulajdonképpen semmitmondó lesz az elemzéseknél, azaz felerősíti a reálgazdaság és a pénzgazdaság közti disszonanciát –, így a névérték százalékában meghatározott osztalék leértékelődik az árfolyamnyereséghez képest. A részvény tulajdonosának hozama ezért egyre kevésbé az osztalékon és egyre inkább az árfolyamnyereségen alapul, arról nem is beszélve, hogy hatékony tőkepiacon az osztalék tulajdonképpen hamarabb realizálható árfolyamnyereségként,

mint annak tényleges kifizetésére valójában sor kerülne, hiszen már az osztalék meghatározásakor beépül az árfolyamokba.

Ezt a tendenciát erősíti, hogy az újabbnál újabb instrumentumok a spekulációs célú befektetések számára egyre több lehetőséget kínálnak, ráadásul ezek nagy része eleve olyan konstrukció, ami teljes mértékben a reálgazdasági fundamentumoktól mentes döntési motívumok talaján áll. A day tradingnek nevezett, még a lóversenynél is rosszabb fogadások például minden makrogazdasági és vállalati kockázati tényezőt kiiktatnak a döntésekből. Egy napi kereskedőt ugyanis a legkevésbé az érdekli, melyik ország melyik papírját veszi vagy adja el. Egyetlen dolog lebeg a szeme előtt: jó időpontban tegye ezt. Természetes, hogy ilyen körülmények között egyre nagyobb úr tátong a reálgazdasági és a pénzügyi folyamatok között.

Ezek a nemkívánatos folyamatok két tényezőre vezethetők vissza :

- A technikai haladás és a felgyorsult információáramlás az egyik. Ezek a folyamatok lehetővé tették, hogy egy adott időpillanatban bármely nagybefektető a világ bármely pontján, tetszőleges időben, teljes körű információkkal rendelkezzen: zömmel olyanokkal, amelyekkel kisbefektetők nem rendelkezhetnek.

- A brókercegek és a pénzügyi szolgáltatók igen kíméletlen versenye a másik. A versenyhelyzet annak eredménye, hogy a piacon vélhetően túl sok a szereplő, amit a piacrálépési korlátok viszonylagos puhasága, azaz a korlátlan liberalizálás igénye indukál. A „közlegelő dilemma” ismeretében azonban azt kell mondanunk, hogy a pénzügyi piacoknak is van egy természetes eltartóképességük. Ha több „tehén legel” a tőzsdén, mint amennyit annak kapitalizációja indo-

8. Questor Rt. Hírlevél, 1998/5.

kolttá tesz, akkor természetes következményként jelentkezik, hogy az egy „tehenre” jutó takarmány, s így a „tejhozam” csökken. Ebből a dilemmából csak az átgondolt és korlátozott liberalizálás és az effektív piacralépési korlátozás jelenthet kiutat.

A nemzeti kisbefektetői státuszt egyre inkább a nemzetközi nagybefektetők és spekulánsok töltik be. Arról pedig legkevésbé rendelkezünk információkkal, hogy a nemzetközi nagybefektetők döntéseit milyen tényezők motiválják. Mivel zömmel nem saját pénzből gazdálkodnak, így természetesen a leghalványabb fogalmunk sem lehet arra nézve, hogy milyen profitkilátásokat milyen kockázati tényezőkre cserélnék, és ehhez milyen módszereket és tapasztalatokat használnak fel vagy vetnek el.

A nemritkán adókímélő célzattal alapított, off shore cégeként működő nemzetközi befektetők befektetői tevékenységének irányítása külső szemlélők számára meglehetősen követhetetlen, ezért gyakorta kaotikus: nem tudjuk, személy szerint kik a döntéshozók, milyen a döntéshozatal mechanizmusa, motivációs háttere. Kérdéses továbbá, hogy milyen elvek alapján állítják össze portfóliójukat, illetve azt mikor és milyen információk hatására módosítják, egyáltalán mennyire képesek disztingválni. A rejtett motivációjú, kiismerhetetlen és kiszámíthatatlan befektetési politika, valamint az a tény, melyet az utóbbi 1,5–2 év tapasztalatai igazolnak, hogy tudniillik a nagybefektetők nem képesek az árnyalatok felismerésére (ld.: ez év eleji brazil válság), szintén további pótlólagos kockázati tényezőket jelent a kis, nyitott, likvid és liberalizált tőkepiacok számára.

A hazai tőzsde szempontjából nagy kérdés, hogy az orosz gazdasági összeomlást követően a nagy nyugati intézményi befektetők külön fogják-e kezelni Moszkvát a többi kelet-európai értékpapírpiactól, s hogy tesznek-e különbséget Budapest, Prága és Varsó között. A külföldi intézményi befektetők kelet-európai investíciójának 1998. márciusi megoszlása szerint Lengyelország 26%-ot, Oroszország 22%-ot, Magyarország 21%-ot, Csehország 98%-ot, egyéb országok pedig 23%-ot tettek ki.<sup>9</sup>

## Összefoglalás

Végezetül – legfontosabb megállapításaink alapján – a jövőre nézve szeretnénk egy, a nyitott, likvid és liberális, de kis méretű tőkepiacok számára kifejlesztendő alkalmazkodási mechanizmus alappilléreit meghatározni, amelyek a következők:

- óvatos, erősen korlátozott liberalizálás,
- határozott integrációs törekvések.

Az integrációs törekvések két iránya képzelhető el: vagy az egyébként egy csoportba sorolt tőkepiacokat – feltörekvők, fejlődők, fejlettek – kellene egymáshoz közelíteni, vagy ha ez nem megvalósítható, akkor mihamarabb integrálódni a fejlett rendszerekbe. A feltörekvő és a fejlett piacok nemzetközileg összehangolt szabályozása sokkal nagyobb védelmet nyújtana az integrált rendszer számára, mint a jelenlegi, szórványos, nemzeti szabályozás. Az egységes fellépés eredményeként sajátos recept hozható létre minden tőkepiac-típusra, ahol a fejletlenebbek számára a liberalizálás nem elsőrendű szempont. A piacsabályozási technikáknak elsősorban az egységesítés, a stabilitás és kiszámíthatóság feltételeinek kell megfelelniük, csak ezt követheti a liberalizálás. Tehát mindaddig, amíg az integráció felé tett legfontosabb lépéseken nem vagyunk túl, óvakodni kell a túlzott liberalizálástól, még akkor is, ha erre nézve nem lebecsülhető a nemzetközi nyomás. Úgy véljük, mindenképpen intő jel lehet a kis, dinamikus ázsiai országok példája.

Természetesen tisztában vagyunk vele, hogy imént megfogalmazott javaslatunk tartalmaz idealisztikus elemeket, hiszen jelenleg éppen ezeken a piacokon a legkíméletlenebb a verseny a külföldi befektetők kegyeiért, de a hosszú távú fennmaradás kényszere vélhetően előbb-utóbb úgyis egymás karjaiba sodorja az érintetteket.

Ez lehetne az integráció első lépcsője, mely mint egy óvoda funkcionálhatna, mielőtt az óvodából immáron kinőtt gyerek iskolába, azaz a fejlett tőkepiacok közé igyekszik.

Kulcsfontosságú tényező, hogy a lépcsős integrációs folyamat elinduljon, mert a mostani rendszerben a koncentrált és nagy piaci szereplők csak erős, fejlett tőkepiacokon nem képesek tartós befolyásoló hatást elérni. A tőkekoncentráció különös erővel kényszeríti ki a kisebb, fejletlenebb régiókban a pénzügyi intézményrendszer integrációját. Ebből a szempontból tökéletesen egyetértünk a Csontos–Király–László<sup>10</sup> szerzőtrióval, akik az utóbbi esztendő egyik legfontosabb fejlődési momentumának a pénzügyi intézményrendszer méreteinek gyarapodását tekintették. Csakhogy ez már következmény, a fejlett tőkepiacok alkalmazkodási képességének ékes példája: ahogy az intézményi befektetők elnemzetköziesedtek, a tőkekoncentráció felerősödött, úgy nőtt a fejlett tőkepiacok mérete is, amivel egyáltalán nem tudtak lépést tartani a kisebb, fejletlenebb piacok.

Úgy véljük, érdemes a tőkekoncentráció hatását differenciáltan szemlélni. Ellentétben a fenti szerzők vélekedésével, a vagyoni pénzügyi területekre áramlásának korszakos tendenciáját mi nem tartjuk egyértel-

9. HVG, 1998. szeptember 5., 73. oldal

10. KGSzle, 1997. július-augusztusi szám, 584.



műen üdvözlendő fejleménynek. A véleménykülönbség valószínűleg az előbb említett ok-okozati viszony eltérő értelmezésére, valamint arra vezethető vissza, hogy a szerzők a tőkekoncentrációtól a likviditás és a hatékonyság együttes növekedését várják.<sup>11</sup>

Szerintünk ez a felfogás csak a vezető, fejlett tőkepiacokon állja meg a helyét, ott valóban indokolt a méretek növekedését összhangba hozni a likviditás és a hatékonyság növekedésével. Sajnos azonban a kisebb, fejletlenebb piacokon a tőkepiaci szereplők és a piaci intézményrendszer eltérő nagyságrendje miatti egyenlőtlenség teljesen más hatásokat indukál. A likviditás valóban fontos, de csak részben a piaci intézményrendszer méretétől függő kategória. A likviditás kifejezést a tőkepiacok, tőzsdék világában a megfelelő szintű kereslet és kínálat szinonimájaként használják. Ebből a szempontból a méret tulajdonképpen adottság, amit a piaci szereplők vagy elfogadnak, vagy nem. Világosan megfigyelhető például a hazai tőzsdén, hogy a multinacionális befektetők 4-5 hazai papírt keresnek többkevesebb intenzitással. Ezek elég likvidnek mondhatók, ugyanakkor vannak alvó és időszakosan alvó papírok, 30-40, melyek iránt nincs, vagy nem számottevő a kereslet. Akkor most a hazai tőzsde likvid vagy nem? Igen kicsi a valószínűsége annak, hogy egy esetleges integráció, azaz a piaci intézményrendszer koncentrációja egyébként azonos körülmények között likviditásnövekedéshez vezetne, azaz mondjuk a már ma is likvid papírok egy csapásra még likvidebbek, vagy a ma még kevésbé likvidé likviddéválnának. A likviditás ugyanis kínálati oldalról korlátozott, csak akkor növelhető, ha minden, tőzsdére érett vállalkozás a tőzsdére kerül, és folyamatos kereslet nyilvánul meg irántuk. Ez utóbbi a keresletet élénkítő befektetési politika révén érhető el, ami viszont nem lehet túlzottan liberális: átlátható, hosszú távú és egységes, tervezhető legyen.

Természetesen minél kisebb méretű egy tőkepiac, annál manipulálhatóbb. Ennek viszont nincs semmi köze a hatékonysághoz. Piaci hatékonyság alatt, szokványos értelmezés szerint, a megtakarítások beruházókhoz való eljuttatásának hatékonyságát értik. Ebből a szempontból aligha nevezhető hatékonyabbnak egy nagyobb méretű tőkepiac egy kisebb méretűnél, hiszen mindenhol ez az átkonvertálás zajlik, legfeljebb nem olyan mennyiségben. A mennyiség viszont mindig az adott nemzetgazdaság jellemzője, tehát egy kisebb méretű gazdaság tőkepiaca ugyanúgy hatékonyan kielégítheti annak a kisebb gazdaságnak a tőke-

11. A két fogalom ilyen közelítésére több helyütt is utalás történik: „A globális devizapiac valószínűleg a világ egyik leglikvidebb és így leghatékonyabb piaca, ahol szabad az információáramlás...” Hasonló tartalmú mondat néhány sorral odébb: „A piac méretének bővülése általában együtt jár hatékonyságának növekedésével és a piaci likviditás ilyenkor csökkenti a piaci árak volatilitását, torzításait.” Kgszle, 1997. július-augusztus, 585-586. p.

igényeit, mint ahogy ugyanezt teszi egy nagyobb gazdaság fejlettebb tőkepiaca.

A tőkepiacokra specializált hatékonyságtértelemezés pedig az információhatékonyságra utal, vagyis ebben az értelemben hatékony egy tőkepiac, ha a pótlólagos információk azonnal és maradéktalanul beépülnek az árakba. Ha a hatékonyságot az információkra való reagálás fokaként értelmezzük, azt kell meglepetésszerűen kijelentünk, hogy ebből a szempontból a kisebb tőkepiacok még hatékonyabbnak tűnnek, hiszen legalább olyan gyorsan reagálnak a pótlólagos információkra, mint a nagyobb, fejlettebb tőkepiacok. Sőt, vélhetően sokkal érzékenyebbek nagyobb társaiknál, aminek nagyobb volatilitásukat is köszönhetik.

Összefoglalva: úgy látjuk, hogy a hazai tőkepiacnak csak akkor van esélye a hosszú távú túlélésre, ha a feltörekvő kategóriába sorolt gazdaságokkal mihamarabb sikerül egy valamilyen fokú, de legalább az egységes szabályozást előíró integrációt kiépíteni, ami közvetlen előszobája lehet a fejlett kategóriába lépésnek. Amíg ez az integráció nem létezik, csak nagyon óvatos és összehangolt lépések tehetők a további liberalizálás felé.

#### Felhasznált irodalom

- BREALEY - MYERS [1998]: *Modern vállalati pénzügyek I-II*. Budapest.  
*Bank & Tőzsde* 1997-1999-es számai  
DR. BÉLYÁZS IVÁN [1991]: *Vállalati tőkefinanszírozás*. JPTE KTK, Pécs.  
DR. HOVÁNYI GÁBOR [1997]: *Menedzsment tanácsadás*. JPTE KTK, Pécs.  
HVG 1997-1999-es számai  
DR. ULBERT JÓZSEF [1996]: *Értékpapírértékelés*. JPTE KTK, Pécs.  
DR. ULBERT JÓZSEF [1994]: *A vállalat értéke*. JPTE KTK, Pécs.  
SIPOS BÉLA [1999]: *Vállalati prognosztika*. JPTE KTK, Pécs.  
*Questor Rt. Hírlevelei* 1998/1-5.  
Buda Cash havi jelentések  
LENKEI G. - SZÁSZI J. - MARTON J. - KERTÉSZ R. [1997]: *Játszmák a parketten*. Cégvezetés, április.  
BRÜCKNER G. [1997]: *Tőzsdéi befektetések*. Cégvezetés, július.  
*Bank & Tőzsde* 1996-1999-es számai  
KORTEN, D. C. [1996]: *A tőkés társaságok világuralma*. Budapest.  
CSONTOS L. - KIRÁLY J. - LÁSZLÓ G. [1997]: *Az ezredvégi nagy borzongás*. Kgszle, július-augusztus.

Szerzőink:

Ulbert József egyetemi docens, PTE KTK,  
Csibi Attila egyetemi hallgató,  
Matuss Péter egyetemi hallgató, PTE KTK