

# A kriptovaluták szerepe a fenntartható gazdaságban

XVI. SOPRONI PÉNZÜGYI NAPOK  
pénzügyi, adózási és számviteli szakmai és tudományos konferencia  
Sopron, 2022. szeptember 28–30.

## KONFERENCIAKÖTET

**Szerkesztők:**

Széles Zsuzsanna – Resperger Richárd – Szőke Tünde Mónika



SOPRONI EGYETEM KIADÓ

Sopron, 2022

**Közreadja:**  
SOPRONI EGYETEM  
LÁMFALUSSY SÁNDOR KÖZGEZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

**Felelős kiadó: Prof. Dr. Fábián Attila**  
**a Soproni Egyetem rektora**

**Szerkesztők:**  
Széles Zsuzsanna  
Resperger Richárd  
Szőke Tünde Mónika

**Lektorok:**

Bazsóné Bertalan Laura	Obádovics Csilla
Baranyi Aranka	Paár Dávid
Bartók István	Pappné Vancsó Judit
Jankó Ferenc	Papp-Váry Árpád
Keresztes Gábor	Széles Zsuzsanna
Kópházi Andrea	Szóka Károly
Kovács Tamás	Tóth Balázs István
Mészáros Katalin	Varga József
Németh Nikoletta	

**Technikai szerkesztő:**  
Takács Eszter

**A könyv a Soproni Egyetem és a Magyar Nemzeti Bank közötti együttműködés keretében, a Magyar Nemzeti Bank támogatásával készült.**

ISBN 978-963-334-451-4 (nyomtatott)

Nyomdai kivitelezés: OOK-Press Kft.  
Felelős vezető: Szűcs Judit

©Minden jog fenntartva.

# TARTALOM

<b>PLENÁRIS ELŐADÁSOK .....</b>	<b>7</b>
<b>Költségvetési stabilitás és gazdaságpolitikai mozgástér 2022 őszén –     2022: a növekvő kockázatok éve</b>	
KOVÁCS Árpád.....	9
<b>Hogyan támogatják a számvevőszékek a fenntartható fejlődési célok     elérését?</b>	
PULAY Gyula.....	23
<b>FENNTARTHATÓSÁG A GAZDASÁG FÓKUSZÁBAN .....</b>	<b>39</b>
<b>Bulgária: az eurozóna 21. tagja?</b>	
FERKELT Balázs.....	41
<b>Egy fenntartható pénzügyi rendszer, a parciális iszlám bankrendszer     szabályozása Európában</b>	
CSEH Balázs.....	54
<b>ZÖLD PÉNZÜGYEK ÉS ZÖLD SZÁMVITEL A GYAKORLATBAN .....</b>	<b>65</b>
<b>ESG szemlélet az államkötvénypiacokon</b>	
BODÓ Regina .....	67
<b>A nem pénzügyi információk közzétételi standardjai bevezetésének     vállalati kihívásai</b>	
BARTÓK István János.....	82
<b>A 4/2013-as (I.11) kormányrendelet kapcsolata az önkormányzati     alrendszert érintő reformokkal</b>	
TÓTH Balázs.....	93
<b>A változók dinamizálásának hatása logisztikus regresszió alapuló     csődelőrejelzési modellek esetében</b>	
SZÁNTÓ Tünde Katalin .....	110
<b>A pénzügyi tudatosság vizsgálata egy primer kutatás tükrében</b>	
BARANYI Aranka – BENCSIK Márta – CSERNÁK József.....	122
<b>A beszámolóik összehasonlíthatósága a magyar számviteli törvény     függvényében</b>	
TÓTH Rita – KOVÁCS Tamás.....	139
<b>Zöld pénzügyi megoldások Magyarországon</b>	
SZÉLES Zsuzsanna – SIDLOVICSNÉ TÓTH Ildikó – BARANYI Aranka .....	147
<b>Audit Planning, Literature Review</b>	
TÓTH, Gábor – SZÉLES, Zsuzsanna .....	161

<b>ZÖLD GAZDASÁGFEJLESZTÉS</b>	
<b>– FENNTARTHATÓ MEGOLDÁSOK .....</b>	<b>169</b>
<b>Lean alkalmazás a szállodaiparban</b>	
PANKOTAY Fruzsina Magda.....	171
<b>Szelektív hulladékgyűjtés Vas megye háztartásaiban</b>	
MÉSZÁROS Katalin – NÉMETH Nikolett.....	178
<b>Az egyetemi szféra piaci finanszírozásának elmúlt pár éves eredményei</b>	
CZIRÁKI Gábor .....	194
<b>A környezetvédelem és a fenntarthatóság megjelenése a középiskolai</b>	
<b>oktatásban néhány tantárgyi példafeladaton keresztül</b>	
RESPERGER Richárd .....	206
<b>Benchmarking alapú termékfejlesztés a csomagküldő szektorban</b>	
HACKL János.....	224
<b>A távmunka aktuális kérdései nagyvállalatok esetében</b>	
KERESZTES Gábor – TÓTH Dorina Anikó.....	241
<b>A rövid ellátási láncok szerepe a fenntartható városi</b>	
<b>élelmiszerellátásban</b>	
BAZSÓNÉ BERTALAN Laura.....	259
<b>A geoparkok szerepe a helyi gazdaságfejlesztésben a Novohrad-Nógrád</b>	
<b>UNESCO Globális Geopark példáján keresztül</b>	
PAPPNÉ VANCSÓ Judit.....	274
<b>Edukációs tevékenység a TikTokon? – tapasztalatok egy pénzügyi</b>	
<b>tudatosság kampány példáján</b>	
PIRGER Tamás – LIPTÁK Katalin – HORVÁTH Kata.....	288
<b>How do Generation Y and Z Relate to the Practices of Companies</b>	
<b>Towards Sustainability? Focusing on Cafés and Catering Units</b>	
<b>Specializing in Non-Alcoholic Drinks in Sopron and Győr</b>	
NYIKOS, Bendegúz Richárd – MÉSZÁROS, Katalin.....	296
<b>FENNTARTHATÓ GAZDASÁG,</b>	
<b>FENNTARTHATÓ FINANSZÍROZÁS.....</b>	<b>311</b>
<b>Emelkedő energiaárak, kamatok és infláció hatása az alternatív</b>	
<b>energiát felhasználó projektek megtérülésére</b>	
CZIPF Csongor .....	313
<b>Hogyan szolgálja a közösségi finanszírozás a fenntarthatóságot?</b>	
HORVÁTH András.....	335
<b>A pénzügyi kultúra pénzleértékeléssel kapcsolatos hiedelmei az egri</b>	
<b>felsőoktatási hallgatók körében</b>	
CSORBA László.....	348
<b>A digitális jegybankpénz (CBDC) – mint a pénz új megjelenési formája</b>	
<b>– vizsgálata a felhasználói szempontok előtérbe helyezésével</b>	
MIZSAK Márta – KERÉNYI Ádám.....	372

<b>Miért döntünk a vállalati életciklusoknak megfelelő pénzügyi menedzselés mellett? – Kutatási részeredmények a magyar KKV-szektorban</b>	
ANTAL Anita – KATITS Etelka .....	384
<b>Az intellektuális tőkeelemek közzététele az éves jelentésekben – a tartalomelemzéses módszer problematikája</b>	
KOVÁCS Zsuzsanna Ilona.....	406
<b>A CSOK-támogatás addicionális gyermekvállalásra gyakorolt hatása és az újjépítésű ingatlanok családalapítást ösztönző hatása az ország nyugati és középső régióiban</b>	
OBÁDOVICS Csilla – PLÖCHL Kata .....	418
<b>Fenntartható aktív turizmus</b>	
HOSCHEK Mónika – MÉSZÁROS Katalin – NÉMETH Nikoletta.....	442
<b>A KRIPTOVALUTÁK ÉS A BLOCKCHAIN TÉRHÓDÍTÁSA.....</b>	<b>459</b>
<b>Blokklánc alapú technológiai újítások az egészségügyben</b>	
KUCSÉBER László Zoltán – SÁGI Judit .....	461
<b>Fashion Industry Projects Realized with the Use of Web3</b>	
PAULOVICS, Ágnes .....	469
<b>A sport pénzügyi irányai a kriptovaluták rendszerében</b>	
FARAGÓ Beatrix – GÓSI Zsuzsanna – GAJZÁGÓ Gergő.....	489
<b>A természetgazdálkodással összefüggő társadalmi konfliktusok és azok kezelésének gyakorlatai a hazai erdőgazdaságoknál</b>	
BEDNÁRIK Éva – JÁMBORI Zsuzsanna – TAKÁTS Alexandra.....	503

# Az egyetemi szféra piaci finanszírozásának elmúlt pár éves eredményei

*CZIRÁKI Gábor<sup>1</sup>*

**Absztrakt:** A kutatás számba veszi a hazai felsőoktatási rendszerben megjelenő piaci finanszírozási stratégiákat és ezeket veti össze a nemzetközi gyakorlatban mért eredményekkel. A saját lábbon állás, a piacról történő finanszírozás egyre égetőbb elvárása a hazai felsőoktatásnak is, amelyek megvalósulására jó példa a vagyongazdálkodási formába rendeződő egyetemek megjelenése. A nemzetközi térben több évtizedes gyakorlata van az intézményi öngondoskodás e példájának, amelyek közelmúltbeli eredményeit állítja a kutatás a magyar példák elé. Láthatunk befektetési portfólió hozamokat és különböző finanszírozási stratégiákat, amelyek magyar megfelelői nyomába eredünk. A kutatás célja, hogy feltárja milyen stratégiával, milyen eredményeket lehetett elérni a felsőoktatás fenntartható finanszírozásában az elmúlt pár év válságokkal tarkított időszakában és ezeket állítsa a magyar kezdeményezések elé, választ keresve a hazai rendszer stratégiájára, egyúttal irányt és példát is szolgáltatva neki. A befektetési portfóliók nem csak vagyonnövelő eszközök, hanem marketing értékkel is bírnak, a fenntartható finanszírozás ékkövei és hírmondói is egyben.

**Kulcsszavak:** vagyongazdálkodás, fenntartható pénzügyek, alternatív finanszírozás, egyetemek

**JEL-kódok:** G23, G31, I22

---

## Results of the Last Few Years of Market Financing of the University Sector

**Abstract:** The research analyses market financing strategies in the domestic higher education system and compares them with international practice. Self-sufficiency and market funding are increasingly urgent requirements for higher education in Hungary, and the emergence of universities organised as trusts is a good example of how this is being achieved. This example of institutional self-sufficiency has been practised for decades in the international arena, and the research will present the recent results of this practice in Hungary. We can see investment portfolio returns and different funding strategies, following in the footsteps of their Hungarian counterparts. The aim of the research is to explore what strategies and results have been achieved in the sustainable financing of higher education in the crisis-ridden period of the last few years and to

---

<sup>1</sup> Dr. Cziráki Gábor PhD adjunktus (*Assistant Professor*)  
Soproni Egyetem, Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Kar  
(*University of Sopron, Alexandre Lamfalussy Faculty of Economics*)

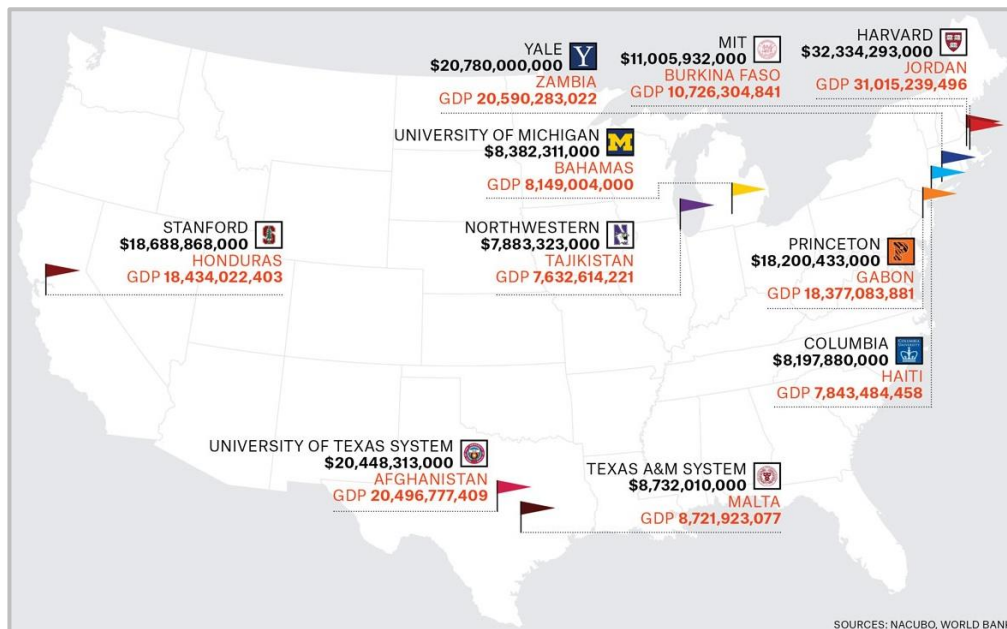
present them in the context of Hungarian initiatives, seeking answers to the strategy of the domestic system, while providing it with direction and examples. Investment portfolios are not only a wealth-building tool, but also have a marketing value, and are both a jewel and a messenger of sustainable financing.

**Keywords:** asset management, sustainable finance, alternative finance, universities

**JEL Codes:** G23, G31, I22

## Bevezetés

A publikáció számba veszi az egyetemi vagyonkezelés területén az elmúlt pár évben (2019. július 1. – 2022. július 1.) elért, hivatalosan működtetett befektetési portfólió hozamokat és ezt veti össze a Magyarországon 2019 óta alapítványi formában működő egyetemek releváns portfólióival, hogy választ keressen az intézményi öngondoskodás mikéntjeire ebben a turbulensen változó makrogazdasági környezetben. A fenntarthatóság a portfólió menedzsment területén is megjelent és az egyetemek világszerte versenyt folytatnak e téren is, a realizált befektetési hozamaik saját intézményi öngondoskodásukhoz járulnak hozzá, egyfajta CSR (Corporate Social Responsibility) társadalmi felelősségvállalást megtestesítve a pénz, mint különleges árucikk helyes kezelése révén.



**1. ábra: Az USA 10 legnagyobb egyetemének alapítványi vagyona országok GDP-jéhez mérve**

Forrás: newrepublic.com (2014)

Az amerikai egyetemek a világ leggazdagabb egyetemeinek számítanak az általuk kezelt vagyon nagyságának tekintetében, sokszor országok GDP-jével azonos mértékű pénzt kezelnek (1. ábra), amit (többek között) évtizedek szorgos – egyúttal fenntartható – befektetési munkájának köszönhetnek.

Az alapítványi egyetemi vagyonkezelés nyugati sikermintái 3 pilléren nyugszanak: a szoros kötődésű alumni-hálózatukon, az adott ország gazdasági helyzetén és a kutatásaik jelentős támogatottságán. Ez a három finanszírozási láb egyenlő mértékben járul hozzá az egyetemek fenntartásához, amiből „az adott ország gazdasági helyzete” pillér a piaci (tőzsdei) vagy fenntartói (állami) finanszírozás mikéntjeit/eltéréseit takarja. Az amerikai tőzsdék a világ meghatározó pénzügyi intézményei, ezt kihasználva a Yale, Harvard, Stanford és sok más egyetem példaértékű stratégiák kidolgozásába kezdett. Átlagon felüli eredményeik sok követőre letek világszerte már az 1980-as években és sok intézményi nagybefektető adaptálta, azóta sikeresen befektetési stratégiáikat. A Yale-modell egy irányadó módszerré vált a tőkebefektetések területén és alapjában véve határozta meg az egész pénzpiac helyzetét és változásait. Úttörő szerepe így vitathatatlan, ráadásul bebizonyította, hogy akár egy egyetem is képes nyereséget termelni a piacok segítségével és így saját működéséhez is igen jelentős mértékben járul hozzá. David F. Swensen 1985 óta a megbízott kezelője az egyetem vagyonának, ami mellett az alternatív befektetési elemek bevezetőjeként, befektetési „rocksztárként” és privát befektetőként is számon tartják. A szakirodalomban ő utána gyakorlatilag minden részvény-, illetve kötvénypiacon kívüli befektetés *alternatívnak* minősül.

A Swensen féle modell alapja az a portfólióteóriai megközelítés, miszerint egy befektetési portfóliót nagyjából 4-5 részre kell osztani a különböző befektetési szegmensek között (Swensen, 2009). Azzal, hogy nem csak pénzpiaci befektetéseket vont be a vagyonkezelésbe, egész egyszerűen alternatívákat kínált a koncentrált tőke befektetési igényeinek kielégítésére. A portfólióátrendezések kiemelt szerepet játszanak a modellben, a célok elérése érdekében ugyanis rendszeres felügyeletre és aktív menedzselésre van szükség. Emellett Swensen szószólója a likviditás kerülésének, mivel – szerinte – a magas likviditással alacsony hozamok érhetők el. Annak idején ez forradalmi megközelítésnek számított és manapság is a tudományág meghatározó tézisének számít. A taktika tömören összefoglalva három alapelemre épül, lásd 1. táblázat.

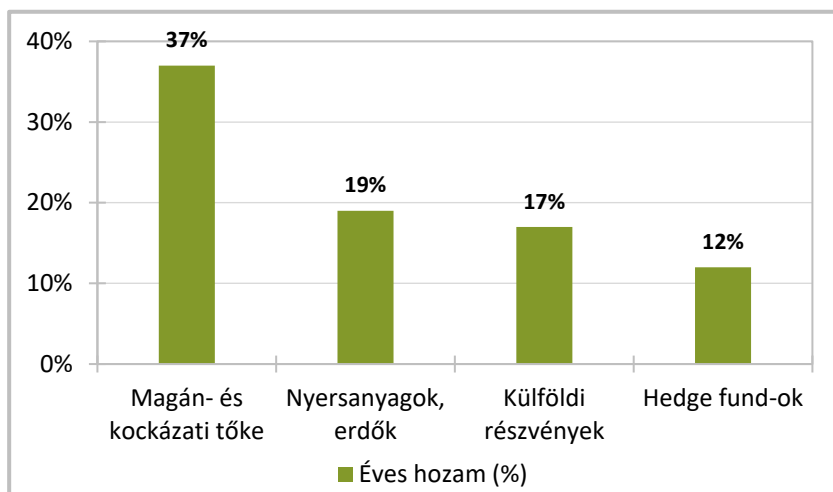


**1. táblázat: A Yale portfólió menedzsment vagyonekezelési stratégia**

Stratégia	Megvalósítás
Diverzifikáció	kockázatkerülés
Rendszeres aktív menedzselés	portfólió átrendezések
Likviditás kerülése	alternatív befektetési formák, hosszú távú részvénytartás

Forrás: Swensen (2009)

Mivel a Yale egyetem – a Harvard után – a Föld legnagyobb büdzséjével rendelkező oktatási intézménye (2019-ben 30,3 milliárd USD), megvan a mozgástere új befektetési lehetőségek közül válogatni. Úgymond a jólét vezérli a befektetési hajlandóságot. A befektetési stratégia 1985 és 2008 közötti éves átlagteljesítménye közel 17%. A legjobb periódusban 1998–2008 között az eredményeket a 2. ábrán látható befektetések biztosították.



**2. ábra: Átlag éves hozamok a Yale egyetem portfólió kategóriái szerint (1998–2018)**

Forrás: investments.yale.edu (2022)

Ezekkel az eredményekkel messze lekörözte a részvény- és kötvényindexeket és pár igen sikeres hedge fund kivételével nem akadt párja a világon. Mindez alapján véve változtatta meg az egész befektetési szektor viselkedését és öszgazdasági jelentőségre tett szert. A stratégia utánzása világszerte számos követőre talált, 2000 és 2007 között ennek köszönhetően a hedge fund-ok száma megháromszorozódott (3325-ről több mint 10.000-re), az általuk kezelt vagyoneagsága pedig 325 milliárd dollárról 2000 milliárd USD-ra nőtt.

Sok más hasonló jelentőségű amerikai egyetem is utánozni kezdte a modellt és megváltoztatták a befektetési szokásaikat. Így jártak el – és hasonló

sorsa jutottak – többek között a Princeton, Stanford, University of Texas és a Harvard egyetemek is. Általánosságban elmondható, hogy mindannyiuk költségvetésének jelentős hányadát (minimum 20%-át) alapjaik befektetéséből szerzik meg, a volumenről pedig csak annyit, hogy a kezelt összegek külön-külön is megfelelnek a teljes hazai felsőoktatás büdzséje háromszorosának. A hatás tehát jelentős és széleskörű volt, pedig mindössze egy újításon alapult, miszerint különböző kockázatú elemek vegyítve együtt egy mérsékelt kockázatú (tehát vállalható) egységet, egy rendszert hoznak létre. A befektetési szektor beérte azzal, hogy másolja ezt a stratégiát és valljuk be évtizedekig sikereket is könyvelhettek el, messze a banki hozamok feletti teljesítményükkel pedig utat nyitottak a privát befektetők számára is, hogy részesülhessenek a tőkepiac adta lehetőségekből. Fontos hangsúlyozni, hogy a diverzifikáció a kockázat csökkentésére való eszköz (Tobin, 1977), miközben egy portfólió másik jellegzetes célja a hozamok maximalizálása. Ki is alakult a diverzifikációs iskolával szemben a fókuszálás stratégiáját vallók tábora, akik legismertebb híve Warren Buffett, a világ egyik leggazdagabb embere (Hagstrom, 2001). A koncentráls stratégiaja a hozammaximalizálás nézőpontjából alakult ki, az alapos diverzifikálással szemben ugyanis egyes esetekben kifizetődőbb fellendülő iparágakba, szárnyaló részvényekbe, vagy kiugró tőzsdei, vállalati eseményekbe fektetni. Ez persze nagyobb odafigyelést, nagyobb kockázatvállalást és aktívabb kezelést igényel, de sikere, létjogosultsága vitathatatlan.

Az egyetemi/alapítványi vagyongazdálkodás gyakorlati példái nyomán kimutatható, hogy egyedül a döntés: a befektetési politikában új utak kipróbálása, átlagon felüli hozamokat tud eredményezni. Bebizonyosodott továbbá a diverzifikációban rejlő erő, és ugyan veszteségek mindig keletkezhetnek, de hosszú távon nézve éppúgy a tradicionális taktikánál, ahogy a bankbetéteknél is jobb eredményekre számíthatunk, ha alternatív utakat is választunk e téren. Az egyetemi alapok úttörő szerepet vállaltak a mai kor vagyongazdálkodási felfogásában és a gyakorlati megvalósulások terén, ezért is funkcionálnak megfelelően releváns benchmarkként a saját kutatási eredmények összehasonlítása szempontjából.

A portfólió menedzsment komplex döntési folyamat, melynek része a kockázatok elemzése, a portfólióelemzés, a portfólió kiválasztás, a portfólió felügyelete és a portfólió átrendezések lebonyolítása. A viselkedési közgazdaságtan hangsúlyozza a döntéstervezés fontosságát, miszerint a választástervezés kedvezőbb irányba ösztökélhet bennünket anélkül, hogy korlátozná választásunk szabadságunkat (Thaler–Sunstein, 2011). A befektetéseknek sokféle kezelési stratégiájuk létezik, ami közös bennük az a diverzifikáció használata a kockázatkizárásra és az újrasúlyozás módszerének alkalmazása, amivel a piaci környezetre tudnak reagálni. Ebből kifolyólag megkülönböztetünk aktív és passzív portfólió menedzsmentet, melyek eltérő célt szolgálhatnak. Az aktív menedzsment a piacok felülteljesítésére törekszik (hozammaximalizálás), míg

a passzív menedzsment döntően a piacok hozamait veszi benchmarkul (vagyonmegőrzés) és azokhoz igyekszik minél közelebb simulni (Hayes, 2019). A legújabb kimutatások szerint az a globálisan megfigyelhető trend, hogy az aktív vagyonekezelési alapokból mind inkább a passzívan kezelt alapokba áramlik át a tőke (Lovas-Romváry, 2018). Az ETF-ekkel (Exchange-Traded Fund) való kereskedés ugyanis úgy múlhatja felül az indexek hozamait, ha azokat kombinálja, azaz csak indexekbe fektetve még az egyes piacok hullámzása is kivédhető, az egyidejűleg jelentkező univerzális növekedés biztosítása mellett.

Az amerikai egyetemek bevételeik meghatározó részét nyerik portfólió menedzsmentjükből, a stratégiai időtávon gondolkodó egyéb intézményi befektetők szintén a tőkepiac hozamaiból finanszírozzák tevékenységüket, benchmarkul is szolgálva a befektetési iparágnak. A privát befektetők körében is öngondoskodási mintaként bukkan fel a portfóliók – számukra – mind bővülőbb tárháza. Láthatóan minden érintett saját fenntartására, gondoskodására, gyarapítására használja a tőkepiacok, általuk kombinált, összefogott hatását. Nem is csupán a pénz megtartására szolgál egy portfólió, hanem sokkal inkább annak gyarapítására. Értékkörző funkció helyett, felhajtó, gerjesztő funkciót tölt be – ezt várják el tőle az érintettek. A befektetési szektort megreformáló amerikai egyetemi alapítványok az alternatívnak nevezett elemek bevonásával tettek szert kiugró hozamaikra – itt elég, ha a Yale, Harvard egyetemek alapítványi portfóliójának millió-hektárnyi dió erdők részére gondolunk (Lorin, 2017). A legfrissebb eredmények tükrében érdemes további értékelésnek alávetnünk a megvalósult portfólió kezelési sikerek példáit, mielőtt azokat követendő mintának fogadnánk el.

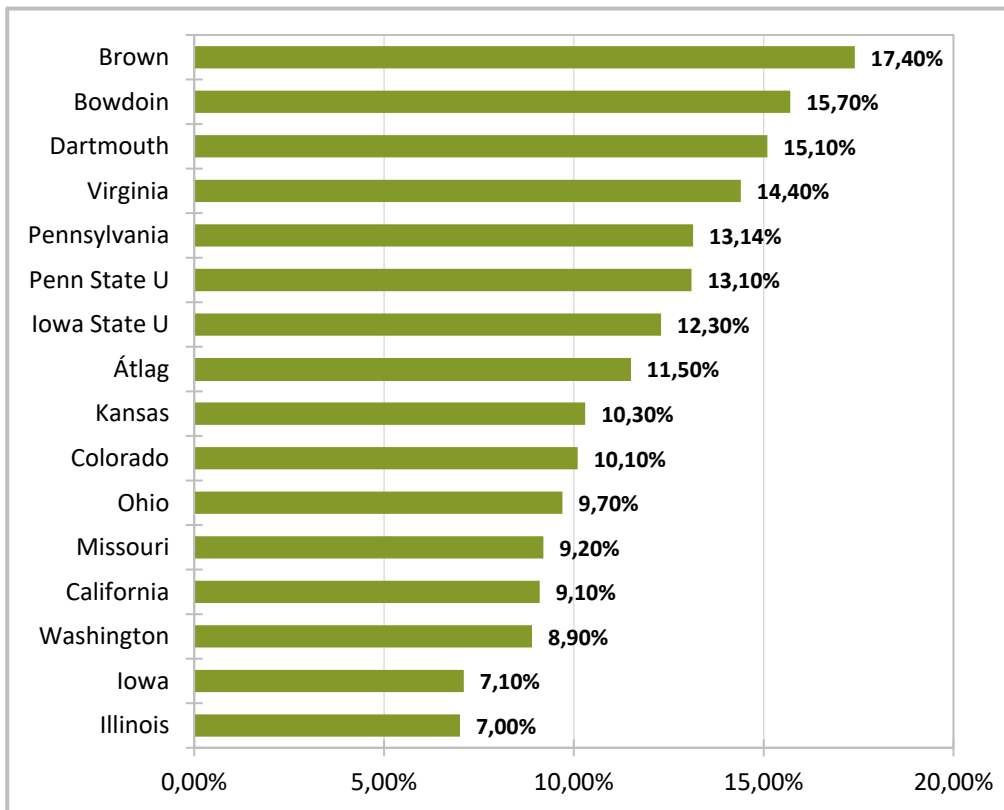
## **Módszertan**

A kutatás a nettó hozam számítás és az IRR (Internal Rate of Return, magyarul belső megtérülési ráta) segítségével veti össze az egyetemi alapítványi befektetési portfólió hozamokat a hazai felsőoktatás finanszírozásában első ilyen lépés kezdete óta. 2019. július 1-én a Budapesti Corvinus Egyetem (BCE) alapítványi fenntartásba került át és vagyonul megkapta az állam 10–10 százaléknyi Mol Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. (81 942 946 darab) és Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt. (18 637 486 darab) részvényeit. Ez az első hazai hivatalos egyetemi befektetési alap, melynek hozama, stratégiája és előnye/hátrányai összevethetők az azóta eltelt 3 év tükrében a nemzetközi mezőny eredményeivel. A BCE-n kívül egy másik hazai egyetem kapott részvényportfóliót az alapítványa vagyonául, a Mathias Corvinus Collegium (MCC) 2020-ban az államtól kapott úgyszintén 10-10 százaléknyi Mol- és Richter részvényt. A kutatásban hiánypótló módon felrajzoljuk e portfólióknak a megoszlási arányát

és kiszámítjuk az alakulásuk óta eltelt időszak hozamait, amelyek az árfolyamnyereségből és az osztalékhozamból állnak. Végző soron nemzetközi összehasonlításban vizsgáljuk e hozamokat, hogy fényt vessünk a hazai alapítványi egyetemi portfólió menedzsment kezdeti lépéseinek sikereire/tanulságaira.

## Eredmények

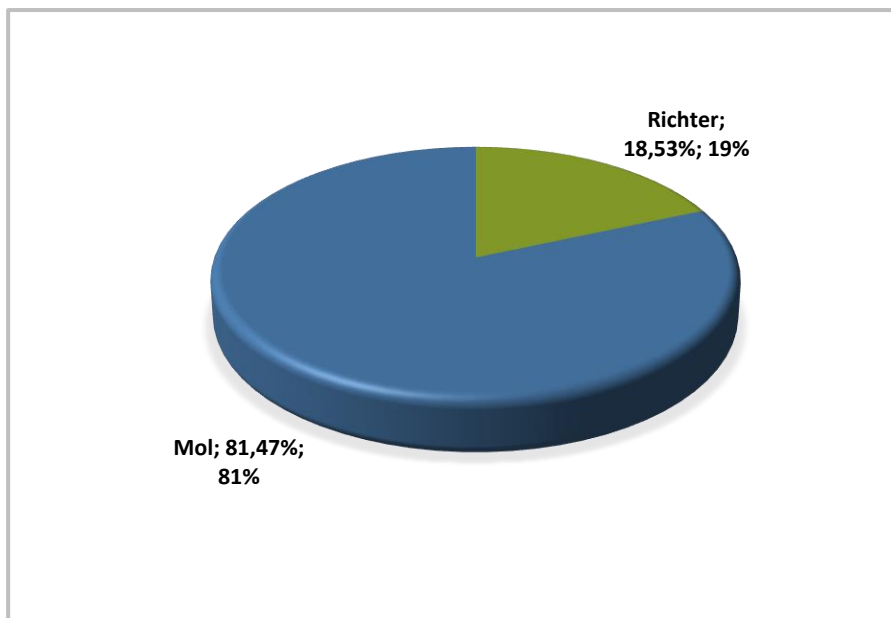
Közelítsünk első lépésként távolról, és nézzük meg milyen hozamok realizálódnak a nyugati egyetemek manapság saját alapítványi portfóliókezelésüknek köszönhetően. Az elérhető adatok köre és a hivatalosan is képviselt, nyilvános portfólió menedzsment leszűkíti a kört az egyesült államokbeli egyetemek átlátható működésére, ami alapján az adódik, hogy az elmúlt 3 éves nézve az éves átlagos hozamuk 11,5% volt (3. ábra). Ezek a portfóliók 5–8 elem diverzifikációján alapulnak és passzív kezelésben, évente kevés számú tranzakcióval, egymással versengve kezelik a vagyont. Stratégiájuk nyilvános, és ha úgy tetszik, bárki által leutánozható.



**3. ábra: A kutatás intervallumán vett éves hozamok százalékos megoszlása egyes amerikai alapítványi egyetemeknél**

Forrás: Saját szerkesztés; pionline.com alapján (2022)

A hazai egyetemek stratégiája bár nem nyilvános, az elérhető adatok alapján a portfólióik összetétele felvázolható, hogy aztán az elmúlt időszak hozamait is számba vehessük náluk a nemzetközi trendek függvényében. A BCE és az MCC, államtól kapott részvények darabszámát kördiagramba szerkesztve megadható a befektetési palettájuk összetétele, ami így 81,49%-ban tartalmaz Mol- és 18,53%-ban Richter részvényt (4. ábra).



**4. ábra: A hazai BCE és MCC alapítványi befektetési portfóliók százalékos megoszlása**

Forrás: Saját szerkesztés (2022)

Míg a BCE 2019-ben, addig az MCC 2020-ban kapott ugyanakkora mennyiségű részvényportfóliót, ezért ezek az évek szolgálnak viszonyítási alappal bázis I. és bázis II. néven. A részvényárfolyamokból ezután kikalkulálható az elért hozam és az átlagos éves hozamok nagysága is. Július 1-i árfolyamokkal ez nézve a BCE esetében -12,97%-os éves hozamot, míg az MCC esetében +39,44%-ot tesz ki éves szinten. Bár ugyan arról a részvénytől van szó, a nagymértékű eltérés oka a beszállási árfolyamokban keresendő, ami a portfólió súlyát képező Mol esetén a 2019-es bázisévben lényegesen magasabb árfolyam volt, mint 2020-ban (3118, illetve 1821). A 2020-as Mol árfolyam már sokkal kedvezőbb beszállási pontot jelentett a további évekre nézve, mert az árfolyam innentől meghaladta ezt az évi értéket. Ez az oka annak, hogy az MCC „jókora beszállva” ugyanazzal a portfólióval jelentősen nagyobb hozamot generált hazai egyetemi vagyonkezelő vetélytársánál.

**2. táblázat: Részvényárfolyamok és BCE / MCC egyetemi portfolió átlaghozamok a kutatás intervallumán**

Árfolyam / Részvény / Portfolió	2019. (bázis I.)	2020. (bázis II.)	2021.	2022.	3 éves átlag hozam (bázis I.)	2 éves átlag hozam (bázis II.)
MOL	3118%	1821%	2374%	2912%	-24,02%	45,14%
RICHTER	5270%	6525%	7980%	6940%	35,64%	14,33%
BCE	353 717 656 848				<b>-12,97%</b>	
MCC		265 739 667 138				<b>39,44%</b>

Forrás: Saját szerkesztés; investing.com alapján (2022)

Az árfolyamnyereség mellett osztalékhozamot produkáltak a portfoliók részvényei, ami bevétel az elsődleges stratégiája a kereskedés nélküli, passzív intézményi befektetéseknek. Ebben is nagy érvágás érte a hazai első portfoliókezelő BCE-t, amikor is rögtön az első, 2020-as évben a Mol nem fizetett osztalékot a Covid-19 koronavírus járvány okozta gazdasági pánik idején, jelentős bevételtől fosztva ezzel meg az egyetemet, míg egy évvel később csatlakozó versenytársa már nem szenvedett osztalék hiányban egyik évben sem. Az osztalékok mértékét számba véve megbecsülhető belső megtérülési rátával (IRR) a befektetések jövedelemezősége, ami szintén nagy eltérést mutat a két hazai egyetem tekintetében. Az árfolyamnyereséget/vesztéséget és az osztalékhozamot egybeszámítva pedig megkapjuk a magyarországi egyetemek nettó befektetési hozamait, ahol éves átlag hozammal és osztalékkal számolva a BCE-nél -10,56%-ot, az MCC-nél pedig 44,02%-ot kapunk (3. táblázat).

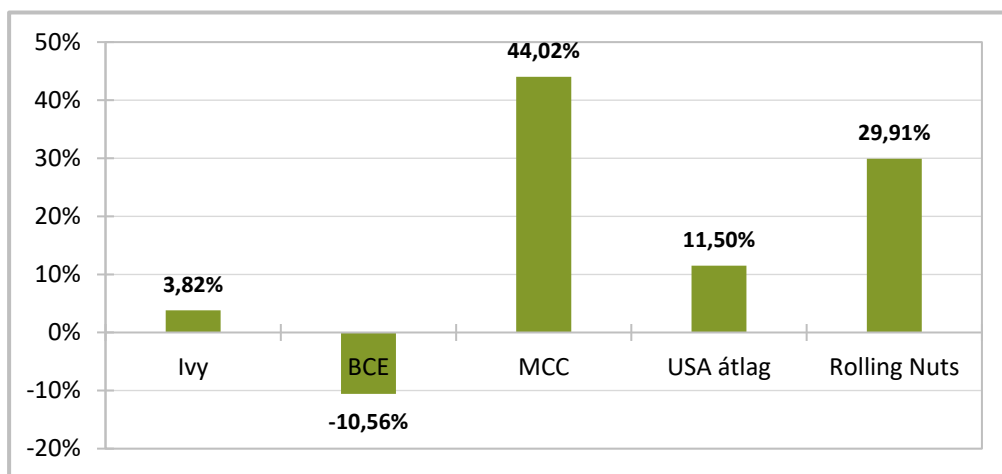
**3. táblázat: Az osztalék, IRR és nettó hozam mértéke a BCE és MCC esetében**

Osztalék	2020 (HUF)	2021 (HUF)	2022 (HUF)	Sum (HUF)	IRR (%)	Nettó hozam (%)
MOL	0	95	100			
RICHTER	63	225	225			
BCE				25 539 904 788	<b>3,62</b>	<b>-10,56</b>
MCC				24 365 743 170	<b>21,51</b>	<b>+44,02</b>

Forrás: Saját szerkesztés (2022)

Az intézményi vagyonkezelés területén bevett szokás a pár elem közti diverzifikáció, amelynek eltérő arányai jelentik sok esetben a sikeresebb kezeléshez vezető kulcsot. Passzív kezeléssel párosulva fenntartható vagyonkezelési forrásként funkcionál éppúgy a borostyán szimbólumra hajazó egyenlően elosztott 5 elemű portfolió (Faber–Richardson, 2009), ahogy az amerikai Ivy

League egyetemek hozamai, vagy épp a saját fejlesztésű Rolling Nuts természetes fenntarthatóságon nyugvó vagyongazdálkodási know-how. Ezek tükrében kontextusba helyezve az elemzés eredményeit továbbra is kiugrónak kell ítélnünk mind a negatív, mind a pozitív hozamokat a BCE és MCC esetén (5. ábra). A kutatás limitációja, hogy a magyar egyetemekenél csak 2, illetve 3 év távlatába nyúl vissza maga a kezdeményezés is, hogy alapítványi formába kezeljük a vagyont. Így csak kezdeti, ám a fejlődés első szakaszát jól tükröző számokkal szembesülünk, míg a többi vagyongazdálkodó több évtizedes kiforrott stratégiáik alapján kereskedik, időről-időre át is rendezve a portfólió struktúráját.



**5. ábra: Passzív kezelésű alapítványi portfóliók éves hozamai (2020–2022)**

Forrás: Saját szerkesztés (2022)

Az elemzés során kapott dominanciák egyértelműen a stratégia elkezdésének időpontjában veendő árfolyamok tükröződései, főleg, mivel itt csak kezdeti, induló eredményekről van szó. Ugyanazon részvényportfólió még nemzetközi kimutatásban is kirívóan alacsony (-10,56%) és kiugrón magas (44,02%) hozamokat eredményez, ami egyszerre ad létjogosultságot a stratégiának, és egyszerre hívja fel a figyelmet az idő – mint faktor – helyes megválasztásának fontosságára. Más időben más stratégia való, illetve indirekt módon bizonyítva: minden stratégiának megvan (meg lehet) a maga ideje.

## Következtetések

Az elvégzett kutatás hiánypótló módon ábrázolta és viszonyította a hazai egyetemek alapítványi befektetési portfólió eloszlását, hozamait és stratégiáját más hasonló piaci szereplőkhöz képest. Kapott eredményül egy kevésbé diverzifikált, nagy koncentrátságú vagyongazdálkodási stratégia képe bontakozik ki, aminek

kiugró eredményei kezdeti fázisuk turbulens piaci körülményeiben rejlik. Bebizonyosodott, hogy egy piaci finanszírozási stratégia kétféle, merőben eltérő sikerre vezethet, ami az időzítés fontosságát (taktika) emeli ki befektetések meghozatala esetén. A helyes stratégia csak jó taktikával párosulva vezet sikerre, ezt már az elemzés rövid időszaka is megfelelő képpen tükrözi – reflektálva a hosszú távú, fenntartható intézményi vagyonkezelés kutatására. A kutatás során igazolást nyert, és javasolható:

- a hazai egyetemek portfólió stratégiája meg tudja állni a helyét nemzetközi viszonylatban is,
- eltérések ettől még mutatkozhatnak az időzítésben (mint taktika), ami kockázatot rejt magában,
- az osztalékfizető részvény-birtoklási stratégia felveszi a versenyt az aktív portfólió menedzsmenttel;
- Javasolható a hazai stratégia mélyebb diverzifikációja és aktívvá tételének elméleti kidolgozása,
- a piaci finanszírozás népszerűsítése és elősegítése,
- ajánlható még nagyobb verseny a fenntartható vagyonkezelés – mint cél – ösztönzésére.

## Irodalomjegyzék

- Faber, M. T. – Richardson, E. W. (2009): *The Ivy Portfolio: How to Invest Like the Top Endowments and Avoid Bear Markets*. John Wiley and Sons.  
ISBN: 1118008855
- Hagstrom, R. G. (2001): *The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy*, John Wiley and Sons. ISBN: 978-0471392644
- Hayes, A. (2019): *Portfolio Management*. Letöltve: 2022.10.10.  
<https://www.investopedia.com/terms/p/portfoliomangement.asp>
- Lorin, J. (2017): *Why Yale Owns a Forest*. Bloomberg Businessweek, 2017. aug. 23.
- Lovas-Romváry A. (2018): *Váratlan helyről újabb pofont kaptak az alapkezelők*. Letöltve: 2022.10.10.  
<https://www.napi.hu/tozsdek-piacok/varatlan-helyrol-ujabb-pofont-kaptak-az-alapkezelok.653836.html>
- Swensen, D. F. (2009): *Pioneering Portfolio Management*. Free Press.  
ISBN: 1416544690
- Thaler, R. H. – Sunstein, C. R. (2011): *Nudge – a pénzügyi válság után – Jobb döntések egészségről, pénzről és boldogságról*. Manager Könyvkiadó Kft, Budapest.  
ISBN: 9789639912236
- Tobin, J. (1977): *How Dead is Keynes? Economic Inquiry*, Western Economic Association International, 15(4):459–468.



*Internetes hivatkozások:*

The New Republic Staff. (2014): America's 10 Richest Universities Match These Countries' GDPs (2014).

Letöltve: 2022.10.10.

<https://newrepublic.com/article/117591/top-10-us-university-endowments-vs-country-gdps-map>

Pensions & Investments. (2022): U.S. Endowment Returns Tracker.

Letöltve: 2022.10.10.

<https://www.pionline.com/section/endowments>

Yale University. (2022): Yale Investment Office. Letöltve: 2022.10.10.

<https://investments.yale.edu/>