

Pénzügyi intézményrendszer Magyarországon 2019

DOI 10.35511/978-963-334-336-4



SOPRONI EGYETEM KIADÓ

Sopron, 2019

Szerkesztők:

Kovács Tamás, Szóka Károly, Varga József

Szakmai lektor:

Parragh Bianka

Szerzők:

Baranyi Aranka
Bartók János
Fóriánné Horváth Margit
Für István
Gál Veronika Alexandra
Gulyás Éva
Hegedűs Mihály
Kómár András
Kovács Róbert
Kovács Tamás

Moizs Attila
Parádi-Dolgos Anett
Pataki László
Sipiczki Zoltán
Szarka Gábor
Szóka Károly
Tatay Tibor
Tóth Gergely
Varga József
Végh Richárd

Nyelvi lektor: Tompáné Székely Zsófia

Technikai szerkesztő: Horváthné Józsa Ágnes

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

Kiadja: Soproni Egyetem Kiadó
9400 Sopron, Bajcsy-Zsilinszky u. 4.

Felelős kiadó: Dr. Alpár Tibor László kutatási és külügyi rektorhelyettes

© Soproni Egyetem Kiadó

Nyomdai kivitelezés: Pátria Nyomda Zrt.
Felelős vezető: Simon László vezérigazgató

ISBN 978-963-334-335-7 (nyomtatott)
ISBN 978-963-334-336-4 (elektronikus)

DOI 10.35511/978-963-334-336-4

Minden jog fenntartva.

Tartalomjegyzék

Előszó	11
I. rész A hazai bankrendszer működése	13
1. Új irány a monetáris politikában Magyarországon – A modern jegybanki eszközök és intézkedések gyakorlatorientált rendszerezése (Tóth Gergely)	15
1.1. Bevezetés	15
1.2. A monetáris politika fogalma, működése, szerepe	15
1.2.1. Monetáris politika fogalma	15
1.2.2. A monetáris intézkedések hatásmechanizmusa	16
1.2.3. A jegybanki eszköztár	25
1.2.4. A Magyar Nemzeti Bank	36
1.3. Irodalomjegyzék	66
2. A belföldi fizetési forgalom (Varga József)	69
2.1. A belföldi fizetési forgalom kerete	69
2.1.1. A belföldi fizetési forgalom meghatározása	69
2.1.2. A fizetési számla típusai	70
2.1.3. A pénzforgalmi jelzőszám	71
2.1.4. Fizetési szokások Magyarországon	72
2.2. Fizetési formák	75
2.2.1. Az átutalás	75
2.2.2. Beszedési megbízás	77
2.2.3. Okmányos meghitelezés (akkreditív)	80
2.2.4. Bankkártya	81
2.2.5. Fizetési számlához kötődő készpénzfizetési és fizetési számla nélküli fizetési mód	85
2.2.6. A csekk	87
2.3. Irodalomjegyzék	88
3. Bankok működése a Hitelintézeti törvény alapján (Kovács Róbert)	91
3.1. Helyzetkép a magyar hitelintézeti szektor intézményi összetételéről	91
3.2. A magyar hitelintézeti szektor szabályozási háttere	92
3.3. A pénzügyi szolgáltatás és kiegészítő pénzügyi szolgáltatás	94
3.4. A pénzügyi intézmények: a hitelintézet és szervezeti formái, valamint a pénzügyi vállalkozás	99
3.5. A hitelintézetek alapításának és működésének, illetve egyes tevékenységeinek engedélyezése	101
3.6. A kiadott engedély felügyeleti visszavonása	104
3.7. A szolgáltatás nyújtásának szabadsága: másik EGT-államban történő fióktelep létesítés szabályai	105
3.8. Irodalomjegyzék	106

4. A banki működés kockázatai (<i>Sipiczki Zoltán</i>)	109
4.1. Pénzügyi kockázatok	110
4.1.1. Hitelkockázat	110
4.1.2. Kamatlábkkockázat	116
4.1.3. Likviditási kockázat	117
4.1.4. Mérlegen kívüli kockázat	119
4.1.5. Befektetési kockázat	119
4.1.6. Valutakockázat	120
4.1.7. Nyereség és jövedelemszerkezet romlása	120
4.1.8. Tőkemegfelelés elégségessége	121
4.2. Működési kockázatok	122
4.2.1. Belső csalás	122
4.2.2. Külső csalás	122
4.2.3. Foglalkoztatási gyakorlat és a munkahelyi biztonság	123
4.2.4. Ügyfelek, termékek és üzleti szolgáltatások	123
4.2.5. Eszközök fizikai károsodása	123
4.2.6. Üzleti zavarok és rendszerhibák (technológiai kockázatok)	124
4.2.7. Végrehajtás és folyamatmenedzsment	124
4.3. Szabályozási és környezeti kockázatok	124
4.3.1. Ország- és politikai kockázatok	124
4.3.2. Makrogazdasági politika	125
4.3.3. Pénzügyi infrastruktúra	125
4.3.4. Szabályozási kockázat	126
4.3.5. Pénzügyi vagy banki válság	127
4.4. Kockázatok kezelése a treasury menedzsmenttel	127
4.5. Irodalomjegyzék	128
5. Jelzálog-hitelintézetek (<i>Fóriánné Horváth Margit</i>)	131
5.1. Jelzálog-hitelintézet, zálogjog, önálló zálogjog, jelzálogjog fogalma. Jelzálog-hitelintézet elhelyezése a pénzügyi intézmények között	131
5.2. A jelzálog-hitelezés jogszabályi háttere	133
5.3. A jelzálog-hitelintézet működése	145
5.4. A magyar intézményi szabályozás hasonlítása más modellekhez	146
5.5. A magyar jelzáloghitelezés története a kezdetektől a hatályos törvény megjelenéséig	150
5.6. A magyar jelzálog-hitelezés intézményei	153
5.7. Irodalomjegyzék	159
6. Lakástakarékpénztárak (<i>Szóka Károly</i>)	161
6.1. A lakástakarékpénztárak és kialakulásuk	161
6.2. A magyarországi lakáspiac	161
6.3. A lakástakarékpénztárak kialakulása	166
6.4. A lakástakarékpénztárak magyarországi kialakulása	170
6.5. A lakástakarékpénztárak tevékenysége	172

6.6.	A lakástakarékpénztárak működése	177
6.7.	Az állami támogatás megszüntetése	182
6.8.	Irodalomjegyzék	183
7.	A szövetkezeti hitelintézetek Magyarországon (Moizs Attila).	187
7.1.	A szövetkezeti hitelintézet, a hitelintézetek sajátos megjelenési formája	187
7.2.	Szövetkezeti hitelintézetek Magyarországon	191
7.3.	A szövetkezeti hitelintézetek átalakításának aktuális állapotáról	199
7.4.	A szövetkezeti hitelintézetek jövője a magyar pénzügyi piacon	203
7.5.	Összefoglalás	208
7.6.	Irodalomjegyzék	209
8.	Egyéb banki műveletek és szereplők (Baranyi Aranka).	213
8.1.	Pénzügyi vállalkozások	213
8.2.	A lízing fogalma, története, típusai	215
8.2.1.	A lízing története	215
8.2.2.	A lízing fogalmának meghatározása a hazai jogszabályi környezetben	216
8.2.3.	A pénzügyi lízingszerződés	218
8.2.4.	Lízing fajtái	221
8.2.5.	A lízing tárgya	225
8.2.6.	A lízing ára	227
8.2.7.	A lízing és a hitel, mint eszközfinanszírozás jellemzői	229
8.3.	Faktorálás	231
8.3.1.	A faktorálás fogalma, jogi szabályozása	231
8.3.2.	Milyen jellemzői vannak a faktorálásnak?	232
8.3.3.	A faktoring fajtái	233
8.3.4.	Faktorpiaci kitekintő	236
8.4.	Irodalomjegyzék	238
9.	A bankszektor számviteli sajátosságai (Gulyás Éva)	241
9.1.	Bevezetés	241
9.2.	A hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások beszámolójára és könyvvezetésére vonatkozó számviteli előírások	242
9.3.	A hazai számviteli szabályozás	244
9.4.	Az IFRS-ek szerinti szabályozás	250
9.4.1.	A mérleg – pénzügyi helyzet kimutatás – felépítése	251
9.4.2.	Mérlegen kívüli tételek	252
9.4.3.	Átfogó jövedelem-kimutatás	253
9.4.4.	CF és Saját tőke-változás (SOCIE) kimutatás	254
9.5.	Pénzügyi instrumentumok	255
9.5.1.	A pénzügyi instrumentumok fogalma	255
9.5.2.	A valós érték	261
9.5.3.	A pénzügyi instrumentumok besorolására vonatkozó előírások	263

9.5.4.	Fedezeti ügyletek	265
9.5.5.	Magyar sajátosságok következményei.	266
9.5.6.	Közzétételi kötelezettségek	268
9.6.	Függelékek	270
9.6.1.	Azonos jelentéssel használt kifejezések és rövidítések	270
9.6.2.	A számviteli kormányrendelet szerinti mérlegséma	271
9.6.3.	A számviteli kormányrendelet szerinti eredménykimutatás felépítése	272
9.6.4.	Egy lehetséges IFRS szerinti bankmérleg	273
9.6.5.	Az Átfogó jövedelemkimutatás egy lehetséges felépítése.	274
9.7.	Irodalomjegyzék	275
II. rész A tőkepiac működése		279
10. A tőkepiac és a tőzsde (Végh Richárd, Szarka Gábor)		281
10.1.	A tőkepiac szerepe a gazdaságban	281
10.1.1.	Finanszírozás	284
10.1.2.	Kereskedés és árképzés	288
10.1.3.	Kockázatkezelés	289
10.2.	A tőzsde régen és ma – A tőzsde fejlődése napjainkig	293
10.3.	A Budapesti Értéktőzsde működési környezete és sajátosságai 2019 elején	295
10.4.	A Budapesti Értéktőzsde piacfejlesztési stratégiája 2016-2020	301
10.5.	Irodalomjegyzék	306
11. Befektetési alapok (Tatay Tibor)		309
11.1.	A befektetési alapok rövid története a kezdetektől napjainkig	309
11.2.	A befektetési alapok, mint portfólióbefektetések	313
11.3.	A befektetési alapok létrehozása, működése	319
11.4.	A befektetési alapok csoportosítása	321
11.5.	A hozamok és kockázatok összemérésének gyakorlati kérdései.	325
11.6.	Irodalomjegyzék	329
12. Kockázatitőke-alapok (Kovács Tamás)		331
12.1.	Fogalmi értelmezés	331
12.2.	Jogi szabályozás	335
12.3.	A piac számokban – az elmúlt négy év rövid áttekintése.	337
12.4.	Irodalomjegyzék	340
III. rész Biztosítási szektor		343
13. A biztosítási piac jellemzői és szereplői (Parádi-Dolgos Anett)		345
13.1.	Bevezetés	345
13.2.	Kockázatok.	346
13.3.	A biztosítási piac és szereplői.	348
13.4.	Irodalomjegyzék	361

14. Élet- és nem-életbiztosítások (<i>Bartók János</i>)	363
14.1. Személybiztosítás	365
14.2. Életbiztosítás	366
14.2.1. Az életbiztosítások története	366
14.2.2. Az életbiztosítási piac szereplői Magyarországon	367
14.2.3. Az életbiztosítások célja	368
14.2.4. Az életbiztosítási szerződés szereplői	369
14.2.5. Az életbiztosítások típusai	369
14.2.6. Kiegészítő biztosítások	372
14.2.7. Az életbiztosítások egyéb szempontú csoportosítása	373
14.2.8. Az életbiztosítások specialitása	373
14.2.9. A biztosítások költségei	374
14.2.10. A díjtartalék	376
14.2.11. Az életbiztosítási piac gazdasági jelentősége	377
14.2.12. Az életbiztosítási piac intézményrendszere	378
14.2.13. Az életbiztosítási piac szabályozása, etikus biztosítás	379
14.3. Nem-életbiztosítások	385
14.3.1. A nem-életbiztosítások története	386
14.3.2. A nem-életbiztosítási piac szereplői Magyarországon	387
14.3.3. A nem-életbiztosítások célja	388
14.3.4. A nem-életbiztosítási szerződés szereplői	388
14.3.5. A nem-életbiztosítások típusai	389
14.3.6. Kiegészítő biztosítások	392
14.3.7. A nem-életbiztosítások egyéb szempontú csoportosítása	393
14.3.8. A nem életbiztosítások specialitásai	393
14.4. Viszontbiztosítás	394
14.5. A biztosítási szektor kihívásai	395
14.6. Irodalomjegyzék	396
IV. rész Pénztári szektor	399
15. Önkéntes kölcsönös biztosító pénztárak (<i>Gál Veronika Alexandra</i>)	401
15.1. Önkéntes pénztárak fejlődése Magyarországon	402
15.2. Az önkéntes pénztárak működési alapelvei	403
15.3. Az önkéntes pénztárak alapítása	404
15.4. A tagsági viszony	405
15.5. Az alapszabályra vonatkozó előírások	407
15.6. Az önkéntes pénztárak szervezete	408
15.6.1. A közgyűlés feladata és hatásköre	409
15.6.2. Az igazgatótanács feladata és hatásköre	411
15.6.3. Az ellenőrző bizottság feladata és hatásköre	411
15.6.4. Az ügyvezető feladata és hatásköre	412
15.7. A pénztárak gazdálkodása	412
15.8. Az önkéntes pénztárak átalakulása, megszűnése	414

15.9.	Az önkéntes nyugdíjpénztárak	416
15.10.	Az önkéntes önszegélyező pénztárak	418
15.11.	Az önkéntes egészségpénztárak	419
15.12.	A pénztári szektor helyzete és tendenciái	421
15.13.	Irodalomjegyzék	425
16. Magánnyugdíjpénztárak és foglalkoztatói nyugdíjszolgáltató intézmények (Tatay Tibor)		
16.1.	A magánnyugdíjpénztárak	427
16.2.	A foglalkoztatói nyugdíjszolgáltató intézmények	431
16.3.	Irodalomjegyzék	434
V. rész A pénzügyi intézményrendszer működésének egyes speciális területei		
17. A pénzügyi szervezetek szanálása (Kómár András)		
17.1.	A szanálási keretrendszer kialakulása és magyarországi bevezetése	439
17.2.	A hazai szanálási keretrendszer főbb elemei	440
17.3.	A szanálási eszköztár	444
17.4.	Szanálási kollégiumok	445
17.5.	A szanálás finanszírozása	446
17.5.1.	A Szanálási Alap	447
17.5.2.	Az Országos Betétbiztosítási Alap szanálásfinanszírozási szerepe	448
17.6.	Az MKB Bank Zrt. szanálása	448
17.7.	A szanálási keretrendszer jövője	450
17.8.	Irodalomjegyzék	451
18. Az OBA, a BEVA és a Szövetkezeti Hitelintézetek Tőkefedezeti Közös Alapja működésének jellemzői (Pataki László)		
18.1.	Nemzetközi kitekintés	455
18.2.	A hazai betétbiztosítási rendszer jellemzői	456
18.3.	A BEVA működésének jellemzői	464
18.4.	Szövetkezeti Hitelintézetek Tőkefedezeti Közös Alapja	467
18.5.	Önkéntes Betétbiztosítási Alapok	469
18.6.	Irodalomjegyzék	470
19. A pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása, valamint a leküzdésükre irányuló szabályozás (Für István).		
19.1.	A pénzmosás fogalma	473
19.1.1.	A pénzmosás folyamata	474
19.1.2.	Pénzmosási technikák	474
19.2.	A terrorizmus finanszírozása	483

19.3.	Nemzetközi fellépés a pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása ellen	484
19.3.1.	ENSZ Egyezmények	484
19.3.2.	A Pénzügyi Akciócsoport (FATF)	485
19.3.3.	Az Egmont Csoport	486
19.3.4.	Az Európa Tanács egyezményei és a Moneyval	487
19.3.5.	Az Európai Unió szabályozása	487
19.3.6.	Az Európai Felügyeleti Hatóságok ajánlásai és iránymutatásai	490
19.3.7.	A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság ajánlásai	490
19.3.8.	Wolfsberg Csoport	491
19.4.	A pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása elleni hazai szabályozás és intézményrendszer	492
19.4.1.	Előzmények	492
19.4.2.	Hatályos szabályok	492
19.5.	Irodalomjegyzék	498
20.	A hitelintézetek könyvvizsgálata (Hegedűs Mihály)	501
20.1.	Bevezető	501
20.2.	A hitelintézeti könyvvizsgálat környezete	502
20.2.1.	A könyvvizsgálat célja és a könyvvizsgálati kötelezettség	502
20.2.2.	A könyvvizsgálóval szemben támasztott szakmai és függetlenségi követelmények	504
20.3.	A könyvvizsgálati munka szakaszai	507
20.3.1.	A megbízás elfogadásához szükséges alapfeltételek	507
20.3.2.	A könyvvizsgálat tervezése	508
20.3.3.	A társaság tevékenységének megismerése	509
20.3.4.	A kockázatok és kezelésük	510
20.3.5.	Átfogó könyvvizsgálati terv kidolgozása	512
20.3.6.	Az alapvető vizsgálati eljárások, tesztek jellegének, ütemezésének és terjedelmének meghatározása	517
20.3.7.	Az általános kontrollkörnyezet vizsgálata	518
20.3.8.	A csalás kockázatának vizsgálata a hitelintézeti könyvvizsgálat részeként	520
20.4.	A beszámoló vizsgálata egyéb szempontjai	523
20.5.	Irodalomjegyzék	529
VI. rész	A szerzőkről röviden	533

10. A tőkepiac és a tőzsde

10.1. A tőkepiac szerepe a gazdaságban

A pénzügyi rendszernek és azon belül a tőkepiacoknak kiemelt szerepe van a gazdaság fenntartható növekedésében, hiszen a fejlett tőkepiac és tőzsde az innovatív gazdaságok nélkülözhetetlen pillérét adják. Jelen fejezet a tőkepiac elméleti hátterét és működési mechanizmusait a tőzsde – mint a tőkepiac legmeghatározóbb eleme – működésének keretében mutatja be. Ehhez kapcsolódóan a gazdaság finanszírozási igényét és szerkezetét áttekintve a hitelciklusok velejárait (hitelezés lassulása, illetve élénkülése) és a gazdaság konjunkturális kihívásait sem hagyja figyelmen kívül. A fejezet a hazai sajátosságokon túl régiós és nemzetközi kitekintésben mutatja be a gazdaságok elmúlt évtizedekben jellemző finanszírozási sajátosságait, illetve a korábbi válságtanulságok talaján képződő, stratégiai jelentőséggel bíró válsággal szembeni ellenállóképességet növelő eszközöket, intézkedéseket.

A pénzügyi piacon belül két fő piacot különböztetünk meg: a *pénzpiacot* és a *tőkepiacot*.

Míg a pénzpiacok szereplői a hitelintézetek, pénzügyi vállalkozások és pénzügyi szolgáltatók, amelyek pénzügyi szolgáltatásokat és kiegészítő szolgáltatásokat nyújtanak, addig a tőkepiacon befektetési szolgáltatók, brókercégek, a tőzsde és a központi értéktár működnek, amelyek az értékpapírok (részvények, kötvények, befektetési jegyek) forgalomba hozatalával, tőzsdére történő bevezetésével és kereskedésével foglalkoznak.

Megközelíthetjük a megtakarítások szemszögéből is a pénzügyi piacokat:

A megtakarítások két módon juthatnak el azokhoz, akiknek finanszírozási igényük keletkezik:

- a *bankrendszer által* (a bankrendszer közvetít a megtakarítók és az adósok között),
- a *tőkepiac által* (a tőkepiac szereplői megtakarításokat csatornáznak a finanszírozási igénnyel rendelkező szereplők számára).

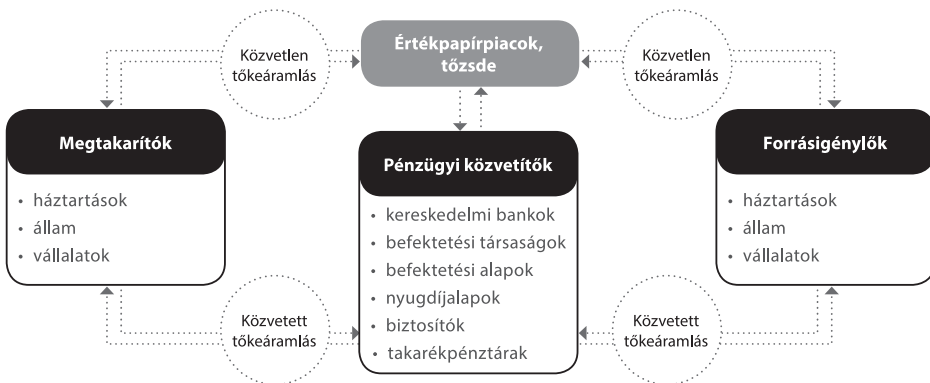
A tőkepiacot az is megkülönbözteti a pénzpiactól, hogy általában hosszabb lejáratú (1 éven túli), vagy lejárat nélküli megtakarítási lehetőségek jellemzik működését, mely egyúttal a bankbetétek kockázati jellemzőitől jelentősen eltér.

A tőkepiac két fő fajtája:

- *Elsődleges piac*: Itt új értékpapír kibocsátások történnek, amelyek által a pénzügyi megtakarítások közvetlenül jutnak el a megtakarítótól az értékpapír kibocsátójához. A kibocsátásnál megkülönböztethetünk *nyílt és zártkörű kibocsátást*. Zártkörű esetén a kibocsátó egy előre kiválasztott, többnyire szűk befektetői kört céloz meg, míg a nyílt kibocsátásnál a befektetők egy széles körét célozza meg a kibocsátó, a hirdetések, forgalmazók által minél szélesebb befektetői kör elérése a cél.
- *Másodlagos piac*: Itt a már kibocsátott értékpapírok kereskedése zajlik. „Másodkézből” lehet az adott értékpapírt megvásárolni, tehát olyan befektetőktől, aki korábban jutott hozzá az értékpapírhoz.

Az aktív másodlagos piac szerepe meghatározó, mivel kiegészíti az elsődleges piac funkcióját is. A másodlagos piac biztosítja az adott értékpapír likviditását. A másodlagos piac lehet OTC (over-the-counter), tehát nem, vagy alig szabályozott; vagy központosított és szabályozott, amely a tőzsdét jelenti.

A tőkepiac főbb szereplőit, és a közöttük lévő kapcsolatot szemléletesen mutatja be a Pénziránytű Alapítvány által kiadott Iránytű a pénzügyekhez tankönyv (Merényi et al., 2016) ábrája:



1. ábra: Pénzügyi közvetítés a gazdaságban

Forrás: Merényi et al. (2016)

A következőkben a tőkepiac szerepét és működését a Budapesti Értéktőzsde gazdaságosztónzésben és tőkepiac-fejlesztésben betöltött szerepe aspektusában szemléltetjük.

A Budapesti Értéktőzsde (későbbiekben: BÉT) által elfogadott 2016-2020 közötti időszakra vonatkozó stratégia középpontjában a tőkepiacfejlesztés áll: „egy jól működő tőzsde elősegíti a részvény- és kötvényági finanszírozást, ami különösen a hitelezés lassulása idején, a banki hitelezésből kiszoruló vállalatok számára kritikus jelentőségű. A tőzsde megköveteli a vállalatok transzparens működését, ami nagyban hozzájárul a gazdaság kifehéredéséhez.”¹ A tőzsdének fontos szerepe van a szereplők közötti bizalom megteremtésében, amelyet érdemes makrogazdasági dimenzióba helyezni, sikeres tőzsdefejlesztés nem képzelhető el bizalom nélkül: „A növekedéshez helyre kell állítani az állam és az üzleti élet közötti bizalmat. Az üzleti vállalkozások képesek beruházni, munkahelyet teremteni, termelni és adót fizetni, de megrendült a bizalmuk az állam működésében, ezért ma lehetőségeik alatt teljesítenek.” – fogalmazta meg Matolcsy György az MNB elnöke még 2010-ben (Matolcsy, 2010). A 2010 óta végrehajtott versenyképességi fordulatok (Matolcsy, 2017a) megteremtették a versenyképességi fordulat eléréséhez szükséges sikeres tőzsdefejlesztés előfeltételeit.

A BÉT által tett meghatározás pontosan definiálja a tőzsde és tágabb értelemben a tőkepiacok szerepét a gazdaságban.

A tőkepiacokat olyan pénzügyi piacnak tekinthetjük, amelyek megkönnyítik a tőkebefektetést, lehetővé téve a tőkeemelést a gazdaság finanszírozásához, és támogatják a másodlagos piacon keresztül történő kockázatátadást. A másodlagos piacon eladók és vevők együtt kereskednek részvényekkel, kötvényekkel, derivatívokkal, valutákkal és egyéb pénzügyi eszközökkel. A tőzsdék szabályozott, tiszta és átlátható piacterek, ahol a vállalatok a befektetőknek adott hozamért cserébe tőkéhez jutnak. A tőzsde intézménye biztosítja az infrastruktúrát, és alternatív forrást kínál a banki finanszírozás mellett.

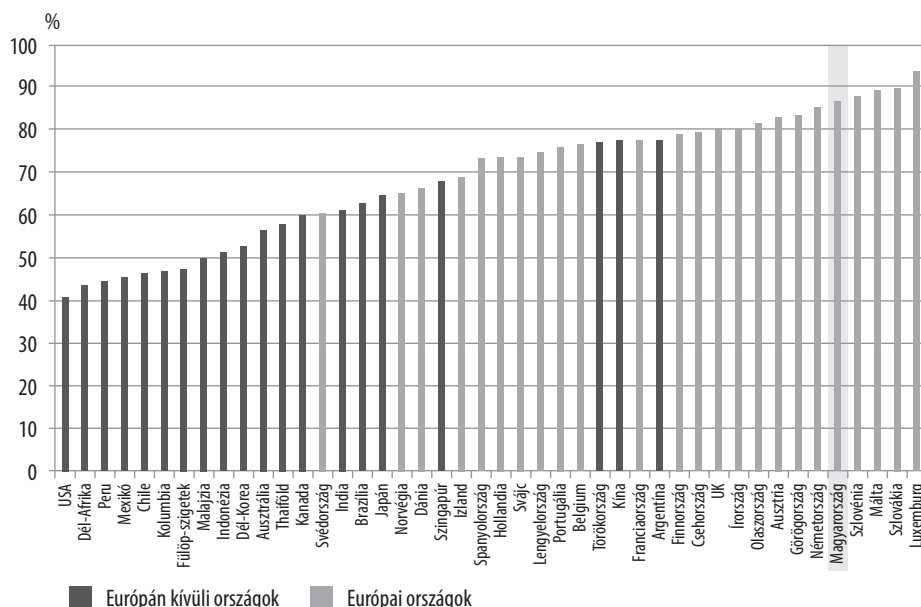
1 <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/bet-strategia-2016-2020>

A tőzsdék három fő tevékenység által járulnak hozzá a gazdaság növekedéséhez és a pénzügyi stabilitáshoz:

- *Finanszírozás:* lehetővé teszik a vállalatok számára, hogy tőkét szerezzenek be a nyilvános piacokon történő jegyzéssel.
- *Kereskedés és árképzés:* a befektetők számára lehetővé teszi a pénzügyi eszközök átlátható piacon történő megvásárlását és eladását az árképzés kínálatával.
- *Kockázatkezelés és pénzügyi stabilitás:* a vállalatok és a befektetők számára hozzáférést biztosítanak a kockázatok menedzseléséhez olyan termékek és szolgáltatások által, mint például a derivatívok és elszámolóházak.

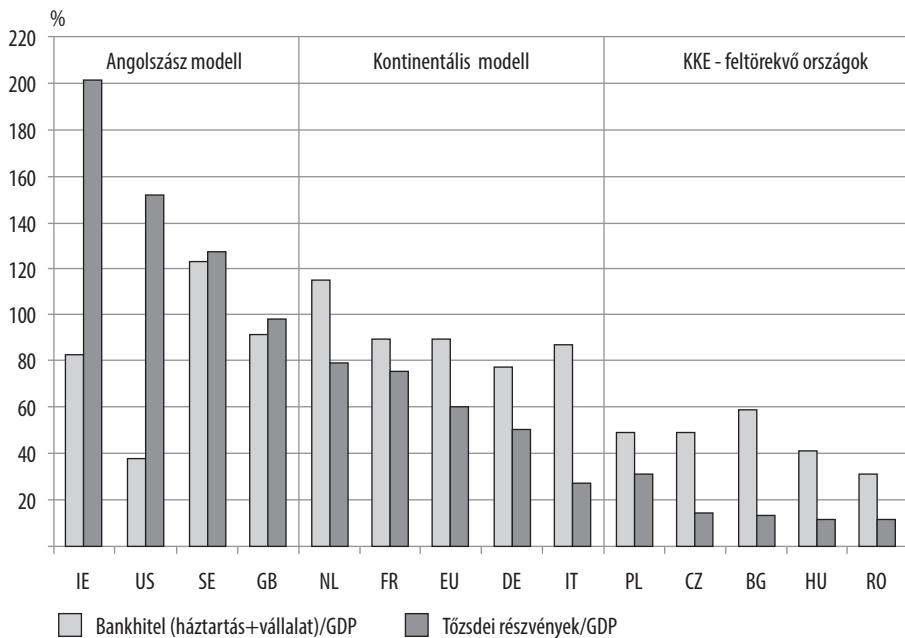
10.1.1. Finanszírozás

A banki hitelezés és a tőkepiac növekedést támogató szerepe egyértelműen kiemutatható (lásd például 4. ábra, Courne de és Denk (2015) alapján). A kontinentális Európában a bankközpontú, fejlett angolszász országokban, jellemzően a tőkepiaci finanszírozás a meghatározó. A hazai vállalatok finanszírozása a kontinentális modellnek megfelelően a bankszektorra koncentrálódik, melyet a 2. és 3. ábrák számszerűsítve is szemléltetnek.



2. ábra: A banki finanszírozás aránya a banki és a piaci finanszírozáson belül nemzetközi összehasonlításban (2011-es adatok alapján)

Forrás: MNB ábra Worldbank és EKB alapján Langfield – Pagano (2015) alapján



3. ábra: Banki és tőzsdai finanszírozás GDP-hez mért aránya

Forrás: MNB szerkesztés

Az 1. táblázat is jól mutatja Európa, Ázsia és az Egyesült Államok tőkepiacai közötti különbséget:

		EURÓPA	EU27	US	ÁZSIA
Elsődleges piac	Tőkeági finanszírozás (GDP %)	73%	56%	147%	98%
	Vállalati hitel finanszírozás (GDP %)	82%	78%	114%	45%
Másodlagos piac	Tőke forgási sebessége	83%	96%	146%	126%
	Tőke forgás (GDP %)	60%	50%	210%	120%
	Vállalati hitel forgási sebesség	25%	22%	80%	N/A
	Vállalati hitel forgalom (GDP %)	20%	17%	91%	N/A

□ Alacsony □ Közepes □ Magas

1. táblázat: Tőkepiaci statisztikák, 2016

Forrás: Peterhoff et al. (2017)

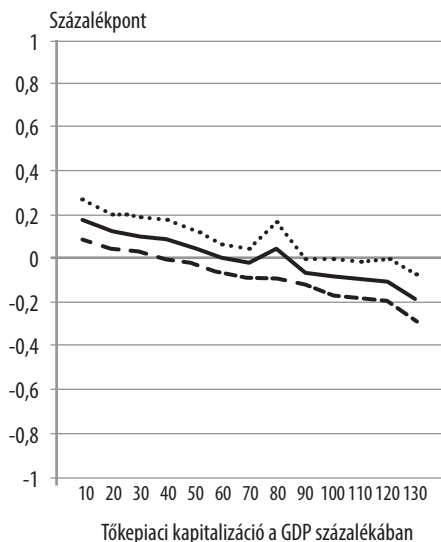
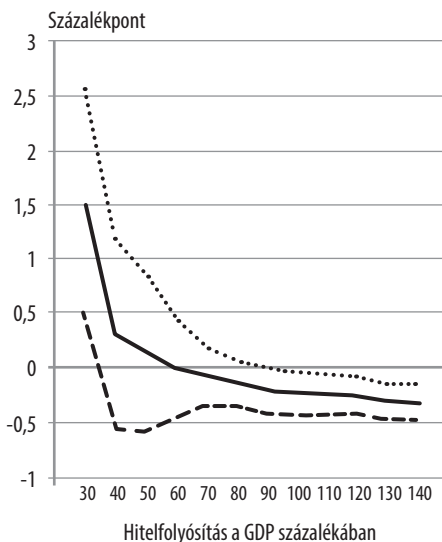
A BÉT elemzői által készített 2. táblázat a visegrádi országok Európai Unión belüli makrogazdasági helyzetére világít rá. A V4-ek aránya a teljes EU lakosságához viszonyítva alig haladja meg a 12 százalékot, kevésbé fejlett gazdaságuk GDP-ből vett részaránya ennek mindössze fele, a tőkepiac kapitalizációja pedig kisebb, mint egyhatod részt képvisel.

	2017 GDP (EUR mn)	2017 GDP/fő (USD)	Lakosság (2017)	Export/GDP (2017)	Export (2017, EUR mn)	Részvény kapitalizáció (2018. dec., USD mn)	Részvény forgalom (2018, USD mn)
EU	15 383 066,1	33 723,3	512 461 290,0	44,71%	6 877 768,85	10 392 858,10	8 238 401,46
Csehország	191 721,8	20 368,1	10 591 323,0	79,45%	152 322,97	27 340,25	5 401,45
Szlovákia	84 850,9	17 605,0	5 439 892,0	82,21%	69 755,92	2 801,92	7,16
Magyarország	124 050,3	14 224,9	9 781 127,0	90,09%	111 756,92	28 944,80	10 239,40
Lengyelország	467 167,0	13 863,2	37 975 841,0	54,29%	253 624,96	160 482,60	57 037,70
V4 összesen	867 790,0		63 788 183,0		587 460,8	219 569,6	72 685,7
V4 aránya	5,6%		12,4%		8,5%	2,1%	0,9%

2. táblázat: A V4 országok tőkepiacai

Forrás: BÉT szerkesztés World Bank és Eurostat alapján

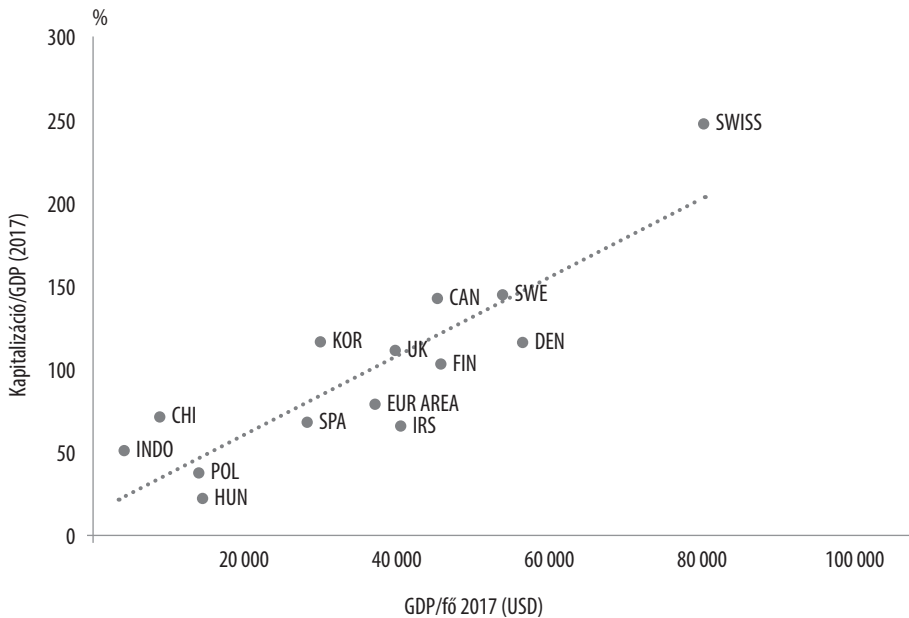
A diverzifikált pénzügyi rendszer kiépítése azért is kiemelten fontos, mert egy bizonyos ponton túl a bankrendszer támogató szerepe csökken a növekedésben, a hitelezés akár negatívan is hathat a növekedésre. Pénzügyi válságok esetén a fejlett tőkepiacokkal rendelkező országok ellenállóbbak.



4. ábra: Finanszírozási csatornák hatása az egy főre jutó GDP növekedésre

Forrás: MNB, Cournede – Denk (2015) alapján

Cournede és Denk 2015-ös tanulmánya részletesen vizsgálja az OECD és a G20 országok pénzügyi fejlettsége és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot 1961 és 2011 közötti hosszú időszoron. Megállapításaik közé tartozik, hogy bizonyos szint felett a pénzügyi szektornak negatív hatása lehet a növekedésre, miközben a tőkepiaci fejlettség mindvégig pozitív kapcsolatban áll a növekedéssel. Megállapításaik szerint a GDP mintegy 100 százaléka rugó hitelállomány felett válhat kontraproduktívvá a további aktivitás. A hitelezés elsősorban az alacsony és közepes jövedelmű országoknál javítja a növekedést (lásd 4. ábra)



5. ábra: Kapitalizáció/GDP arány 2017-ben

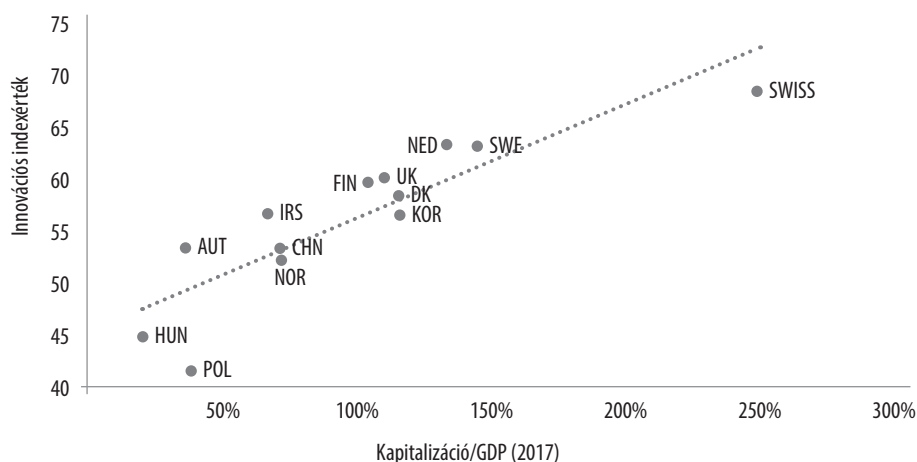
Forrás: BÉT, Világbank (2018)

A tőkepiaci kapitalizáció és a gazdasági fejlettség között szoros pozitív kapcsolat van (5. ábra). „Az egy főre jutó GDP alakulása a fejlett tőkepiaccal rendelkező országok esetében többnyire magasabb. Emellett a gazdaság abszolút értéke és a tőkepiaci fejlettsége között is felfedezhető kapcsolat, ebből pedig ismét az következik, hogy a magas GDP-vel rendelkező országok általában fejlettebb tőkepiaccal rendelkeznek. Az is megfigyelhető, hogy egy bizonyos nagyságú GDP elérése után a tőkepiaci fejlettsége és a gazdaság növekedése között már nem olyan erős a kapcsolat, jóllehet a statisztikai adatok alapján az egyértelműen megállapítható, hogy a 225 milliárd dollárnál nagyobb GDP-vel rendelkező országok és az annál keveseb-

bel rendelkező országok tőkepiaci fejlettsége közötti különbség a legmarkánsabb (a magyar GDP értéke nagyságrendileg mintegy 130 milliárd USD). Ez a statisztikai adatokból levonható következtetés hasonló a Banai és szerzőtársai (2016) által a hitelállomány bővülésére tett megállapításokkal. Kirajzolódik, hogy a tőkepiac növekedésének a gazdasági növekedésre kifejtett hatása jelentős a kisebb gazdasággal és tőkepiaci kapitalizációval rendelkező országokban, azonban a hatás egyre lelassul mindaddig, amíg be nem áll egy egyensúlyi állapot. Ezeket alapul véve az a várakozással élhetünk Magyarország tekintetében, hogy a túlzottan egyoldalú banki finanszírozás növekedésének határhaszna elmaradhat az alacsony bázissal rendelkező tőkepiac által vezérelt gazdasági növekedéstől.

Amennyiben a hazai részvénytőkepiac kapitalizációja a tőzsdéfejlesztési stratégiai céloknak megfelelően a GDP 30 százalékos szintjére növekszik, az 0,2–0,3 százalékponttal növelheti a potenciális kibocsátás szintjét.” (Parragh – Végh, 2018)

A tőzsdei kapitalizáció és az innovációs képesség között szintén szoros kapcsolat áll fenn, melyet a 6. ábra szemléltet.



6. ábra: A tőkepiac és az innovációs kapacitás közötti kapcsolat

Forrás: BÉT saját szerkesztés Világbank, Global Innovation Index 2018 alapján

10.1.2. Kereskedés és árképzés

A tőzsdéken a korábban szakirodalmi megközelítésben bemutatott elsődleges és másodlagos piac működik, témánk szempontjából mégis érdemes nagyobb részletességgel feltárni működési sajátosságait, különös tekintettel a vállalatok forrásbevonási és növekedési lehetőségeire.

Az elsődleges piac lehetőséget ad a vállalatoknak a mély és diverzifikált befektetői bázis kiépítésére, illetve a kiegyensúlyozott forrásszerkezet megvalósítására részvények, kötvények kibocsátása által.

Az elsődleges piac a következőkben segíti a vállalatokat a növekedésben:

- a tőkebevonás folyamatos javítása, amely a szerves növekedéshez vagy a felvásárlások finanszírozásához használható;
- az indexekbe való felvétel jogosultsága;
- a vállalatok hírnevének és profiljának javítása mind külső, mind belső szinten, vagyis a tőzsdén kereskedésre felvett értékpapíroknak meg kell felelniük a szigorú kezdeti és folyamatos közzétételi követelményeknek, valamint az uniós jogszabályok által előírt számviteli és könyvvizsgálati szabványoknak;
- lehetővé téve a vállalatok számára, hogy növeljék láthatóságukat mind az ügyfelek, mind a munkavállalók vonzása érdekében;
- a társaságok részvényopciós ösztönzők felajánlása, ami növeli a kiváló minőségű tehetségek vonzását, alkalmazását és megtartását.

A *másodlagos piacok* helyet biztosítanak a vevők és az eladók közötti nyitott és hatékony interakciónak. Bizalmat és biztonságot teremtenek azáltal, hogy az ott kereskedett eszközökről valós idejű, megbízható és átlátható módon képzett adatokat szolgáltatnak.

A *tőzsdék központi piacot* jelentenek a tőzsdei eszközök kínálatának és keresletének összehangolásával, árképzést és árterjesztést biztosítanak. A tőzsdék erősen szabályozott szervezetek, amelyekre a piac integritását biztosító harmonizált európai szabályok vonatkoznak.

10.1.3. Kockázatkezelés

A tőzsdén kereskedhető eszközök széles lehetőséget nyújtanak a kockázatok menedzselésére, amihez a tőzsdék maguk is hozzájárulnak saját nyilvános és transzparens működésük által.

A tőzsdék nyílt és átlátható platformot biztosítanak a pénzügyi eszközök iránti kereslet és kínálat összehangolására. Az értékpapírok ára a tőzsdei árképzés során kerül meghatározásra, aminek a transzparenciáját az biztosítja, hogy a nyilvános kereskedési platformok minden ajánlatot nyíltan (ajánlati könyv

láthatósága) és egyenlően kezelnek. A tőzsdén meghatározott árak átláthatóvá teszik a kereskedési és vállalati információkat, egyenlő hozzáférést biztosítanak minden kereskedésben résztvevőnek, robusztus rendszereket és erős felügyeletet biztosítva. Ezáltal a nyilvános piacok az árfolyamok következetes és összehasonlítható referenciáit képviselik. Ezek a referenciaárak valamennyi kereskedési típus esetében a „világítótorony” szerepét töltik be. Az árképzés megvalósításához kulcsfontosságú a transzparencia, amely a tőzsdén keresztül folytatott többoldalú kereskedelmet jellemzi. A tőzsdék versenyeznek egymással az árképzés minőségében és megbízhatóságában, kifinomult informatikai és megfelelőségi rendszerek kerülnek bevezetésre, hogy biztosítsák a méltányosabb és leghatékonyabb eredményt a brókerek, valamint a lakossági és intézményi befektetők számára. A tőzsdéknek kulcsszerepük van abban, hogy összekapcsolják a különböző piaci szegmenseket, kereskedési érdekeket és a befektetési perspektívákat, áthidalják az elsődleges piacokon a tőkeemelés szükségessége és a másodlagos piacokon történő árfelismerés és kockázátátadás közötti szakadékot.

A tőzsdén kereskedhető eszközök *négy fő eszközosztályba* sorolhatók: részvények, származékos termékek (derivatívok), tőzsdén kereskedett alapok és kötvények.

Részvények:

A részvény értékpapírok olyan pénzügyi instrumentumok, amelyek a társaság nettó eszközeinek tulajdonjogát képviselik. A társaságok részvényeket bocsátanak ki a tőke emelése céljából a tulajdonuk egy részének feladásával. A részvényeket szavazati jogaik szerint lehet besorolni, pl. törzs- vagy elsőbbségi részvények körébe. A nyilvános tőkeemelés lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy pénzt szerezzenek, biztosítva számukra a magán- és intézményi befektetők nagy részének hozzáférését. A részvények magasabb hozamot kínálnak, mint más értékpapírok a magasabb kockázatért cserébe.

A részvények értékét olyan *jövőbeli* (tehát bizonytalan) tényezők határozzák meg, mint a társaság jövőbeli pénzáramlása, nyeresége és jövőbeli kilátása. A transzparencia az árképzésben és a vállalatirányításban ezért kiemelten fontos.

Származékos termékek (derivatívok):

A származékos értékpapírok olyan pénzügyi instrumentumok, amelyek értéke egy mögöttes eszköz teljesítményéből származik. A kockázatokat az egyik féltől a

másikra ruházzák át, lehetővé téve a tulajdonjog és a piaci értékben való részvétel elkülönítését.

A származékos termékek olyan lehetőségeket hoznak létre, mint például a fedezeti ügyletek – a pénzügyi pozíció megőrzése váratlan fejlemények ellen – csakis származékos ügyletek által lehetséges. A származtatott áruügyleteket a mezőgazdasági termelők és a gyártók egyfajta biztosítási terméként hasznosíthatják: a mezőgazdasági termelő például rögzítheti a termék jövőbeli árát.

A származtatott ügyletek lehetnek szabályozott tőzsdei ügyletek (ETD), vagy kétoldalú tőzsdén kívüli ügyletek (OTC). Utóbbi esetben kevésbé szabványosított termékek cserélnek gazdát magasabb partnerkockázat mellett. Ezzel szemben az ETD-k részesülnek a tőzsdék átláthatósága és a szabványosítottság nyújtotta előnyökből, valamint a központi partner vagy klíringház által átvállalt partnerkockázat nyújtotta előnyökből.

A pénzügyi válság előtt a derivatív ügyletek nagy része OTC volt. A válság utáni időszakban a G20 országok (a világ 19 legnagyobb gazdaságát, valamint az Európai Uniót képviselő országok csoportja) elkötelezték magukat az átláthatóság növelése mellett azért, hogy az OTC tranzakciókat a szabályozott tőzsdére tereljük, ahol a kötelező központi elszámoló fél biztosítja az elszámolás rendben létét, kezeli a nem fizetésből adódó kockázatokat.

Alapok / tőzsdén kereskedett alapok (ETF):

Folyamatos árképzéssel és likviditással rendelkező pénzügyi eszközök, amelyek nyomon követik az index teljesítményét, vagy konkrét befektetési stratégiákat követnek. Az ETF-ek részesülnek a tőzsdei likviditásból és transzparenciából, az adott mögöttes portfólió teljesítményéhez arányos hozamot adnak.

Az ETF-ek adó- és költséghatékonyságot biztosítanak, mivel nem viselik az aktív menedzsment költségeit. Ezen kívül a befektetők számára a diverzifikációhoz való könnyű hozzáférést biztosítják az eszközosztályok széles körének lefedésével.

Kötvények:

Olyan pénzügyi eszközök, amelyek lehetővé teszik a közszféra (azaz kormányok, regionális és helyi hatóságok, szupranacionális intézmények) vagy cégek számára, hogy adósságot szerezzenek tulajdonjog átruházása nélkül. A kormá-

nyok kötvényeket bocsátanak ki, hogy pénzt kölcsönözzenek a bevételi és kiadási oldal közötti hiány fedezésére. A nem állami entitások kötvényeket bocsátanak ki a befektetések finanszírozásához (pl. bővítés, növekedés) tulajdonjogról való lemondás nélkül.

A vállalatok számára a banki hitelek alternatíváját jelentik. A kötvények általában lehetővé teszik a nagymértékű tőkeemelést. A kötvénypiacok nagyrészt az elsődleges kibocsátásra összpontosítanak. A kötvények forgalma jelentősebb, mint más eszközöké. Befektetői oldalon hitelezők állnak, akik pénzt *kölcsönöznek* egy magánvállalatnak vagy egy állami szervnek. Összehasonlításképpen: a tőkebefektetők részvényesi *tulajdonnal* rendelkeznek. A kötvénybefektetők stabil és kiszámítható hozamot kapnak befektetésükért.

Hagyományosan a kötvénykereskedelem a brókerek között telefonon zajlott. Az elektronizálás az 1990-es években kezdődött. A kötvénypiacok fokozatosan egyre inkább digitalizálódtak, és átláthatóbbak lettek. A tőzsdék és más kereskedési helyszínek biztosítják az átlátható és semleges árképződést. Mindazonáltal a kötvények több mint 90%-a még ma is tőzsdén kívüli (OTC) piacon folyik.

A tőzsdei befektetések biztonságát a tőzsdei vállalatok által követett *felelős társaságirányítási irányelvek* is biztosítják. A tőzsdei részvénytársaságok tevékenységének saját tagságán túlmutató következményei lehetnek, ezért fogalmazódott meg a felelős társaságirányítás igénye. A BÉT mellett működő *Felelős Társaságirányítási Bizottság* 2004-ben kezdte meg munkáját. A 2018-ban kiadott legutóbbi Ajánlásukban² olyan irányelveket fogalmaztak meg, amelyek a részvényes jogait, és a közgyűlés lebonyolítását, a javadalmazást érintik, melyeket 2019-től kell figyelembe venni. A BÉT-re bevezetett vállalatok minden évben jelentést tesznek „betart vagy indokol” elv alapján.

A fentiek alapján a tőzsdék nemzetgazdaságban betöltött szerepe a következő szempontok szerint foglalható össze:

- Forrásbevonási alternatíva a vállalkozások számára, a tőke hatékony allokációjának terepe;
- Csökkenti a finanszírozás költségeit;
- Kiszállási lehetőség kisebbségi vagy többségi részesedés megtartása mellett;

² Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Bizottság (2018): *Felelős Társaságirányítási Ajánlások*.

- Hatékony árképzés és információ aggregálás;
- Növeli a tőzsdei vállalatok átláthatóságát;
- Emeli a cégek működési hatékonyságát;
- Növeli a vállalatok innovációs képességét;
- Piacot teremt a megtakarítások elhelyezéséhez;
- A gazdasági folyamatok indikátora.

10.2. A tőzsde régen és ma – A tőzsde fejlődése napjainkig

Ahogy az előzőekben láthattuk, a pénzügyi közvetítésnek, azon belül is a tőkepiacoknak, kiemelt szerepük van a gazdasági növekedésben. A tőzsde elsődleges feladata, hogy tőkeági forrást biztosítson a vállalatok számára, és így váljon a modern piacgazdaság egyik motorjává. Ennek okán Magyarországnak is kiemelkedő jelentőséget szükséges tulajdonítani a megfelelő tőkepiaci környezet kialakítására, mely hozzájárul a gazdaság hosszútávú növekedéséhez. Ezen cél eléréséhez az egyes piaci szereplők együttműködésére és érdekközösségére van szükség.

A klasszikus értelemben vett tőzsdék létrejötté az 1500-as évekre tehető, jóllehet már az 1100-as évektől szerveződtek olyan piacok, amelyek több szempontból is hasonlóságokat mutatnak a részvénytőzsdével (Smith, 2004). Kezdetben Franciaországban egyes cserekereskedők a banki felhatalmazással kezeltek bizonyos mezőgazdasági tartozásokat, mely történelmi példaként szolgál a bróker tevékenység végzésére, mivel gyakorlatilag a tartozások hatékony kereskedése valósult meg. Később, a 13. század eleji Velencében kezdődött az állampapírok kereskedése, melyet ezután a közeli olasz városok bankjai is átvettek és bevezettek. 1602-ben a Holland Kelet-Indiai Társaság a világ első nagyvállalataként a befektetők számára tényleges vállalati részvénykibocsátást valósított meg az Amszterdami Értéktőzsdén, amellyel egyben létrehozta a modern tőzsde intézményét is. Ebben az időben a kereskedés még nem egy hivatalos, kifejezetten erre a célra fenntartott helyen zajlott, hanem különböző kávéházak biztosították a helyszínt a befektetők széles körének, hogy részvényekkel kereskedjenek. Számos tanulmány megemlíti, hogy az ipari forradalom idején a technológia fejlődése mellett a tőkeáramlás felgyorsulása játszott óriási szerepet az akkori világ teljes megváltoztatásában. Ez az állítás máig is helytállónak tekinthető, és az egyre fejlődő technikai újítások mellett a tőke minél hatékonyabb allokációja jelenti a növekedés motorját az egyes nemzetgazdaságok számára.

A hazai tőkepiac és ezen belül a tőzsde intézménye több mint 150 éves múlt-ra tekint vissza (Korányi – Szeles, 2005). A magyar tőzsde 1864. január 18-án kezdte meg működését Pesten, a Pesti Lloyd Társulat Duna-parti székházában. A tőzsdét előkészítő bizottságot Kochmeister Frigyes vezette, akit a tőzsde első elnökévé (1864-1900) is választottak. Az intézmény először értékpapír-tőzsdéként jött létre, de négy évvel később magába olvasztotta a gabonakereskedelem központját, a Gabonacsarnokot. Ezután felvette a Budapesti Áru- és Értéktőzsde (BÁÉT) nevet, és ezen a néven 80 éven át Európa egyik vezető tőzsdéjeként működött. Az első világháború előtti időszakot a prosperálás jellemezte, az első világháború kezdetére közel 500 féle értékpapírral kereskedtek a tőzsdén, amely ekkorra Európa vezető gabonátőzsdéjévé is vált. Az I. világháború, Európa számos országához hasonlóan, Magyarországon is a tőzsde bezárását hozta 1914. július 27-én, ám ez a kereskedésnek nem vetett gátat, így az alkuszok a háború alatt is folytatták az üzletelést, a részvényárak pedig 1914-től tartós emelkedést mutattak. A BÁÉT a két világháború között is megőrizte kiemelkedő szerepét a gazdaságban. A világháborút kísérő sokk után, és a pengő 1925-ös bevezetését követően ismét stabil működés jellemezte, majd a nemzetközi trendekkel összhangban az 1929-es gazdasági világválság – ugyan késéssel, de hatását tekintve hosszán – a harmincas évek végéig érezte hatását Magyarországon. A tőzsde a második világháború alatt is aktívan működött, egészen Budapest ostromának kezdetéig, 1944. december közepéig. A tőzsdét hivatalosan 1946 augusztusában, a forint augusztus 1-jei bevezetésekor nyitották meg ismét. Mivel a korábban kibocsátott, koronában és pengőben jegyzett kötvényekre nem teljesítettek kifizetéseket, a részvénytársaságok pedig a háborús veszteségek miatt nem fizettek osztalékot, az árfolyamok erőteljesen estek. Végül két hónappal a magyar ipar államosítása után, 1948. május 25-én, a kormány hivatalosan is feloszlatta a Budapesti Áru- és Értéktőzsdét. A tőkepiac e rendkívül jelentős szereplője ezzel évtizedekre kiesett a pénzügyi közvetítőrendszerből.

Az 1989 októberében hozott kormánydöntéssel kezdetét vette az értékpapír-törvény előkészítése. A törvényjavaslat 1990 januárjában került a parlament elé, és március 1-jével lépett érvénybe. A hatálybalépéssel egyidejűleg tűzték ki június 21-re a Budapesti Értéktőzsde alakuló közgyűlését, amely eredményeként még aznap, 1990. június 21-én újra megnyitotta kapuit a Tőzsde, szorosan kapcsolódva az ország rendszerváltás utáni új (gazdaság) történeti korszakához. A tőzsde rendszerváltás utáni történetében felívelő és stagnáló szakaszok váltották egymást.

A kilencvenes évek eleji időszakra tehető az állami tulajdonú vállalatok fejlődése szempontjából meghatározó tőzsdei bevezetések. A régióban elsők között történt meg az állami vállalatok (köztük a kiemelten fontos OTP, MOL, Richter, MATÁV) sikeres tőzsdére vitele, ekkortájt a tőzsde kapitalizációja, a kétezres évek elején, a GDP 30 százalékát is elérte. A hazai nagyobb vállalatok privatizációjában a tőzsdének igen jelentős szerep jutott. A tőzsdei tranzakciók a privatizációs bevételekhez 40 százalékot meghaladó mértékben járultak hozzá. A privatizált állami vállalatok az Unió csatlakozás idejére a BÉT összforgalmának 95-96 százalékát adták, részesedésük a tőzsdei kapitalizációban elérte a 90 százalékot. A költségvetés azonnali finanszírozási igényét, és a rövid távon elérhető bevétel maximalizálását szem előtt tartva, a privatizációk ugyanakkor nálunk inkább szakmai befektetőnek egyben történő értékesítés útján haladtak: a több ezer állami cég közül nagyságrendileg mindössze 30 jelent meg a BÉT-en. Ezzel szemben a későbbi tapasztalatok megmutatták, hogy a lépcsőzetes, egyre magasabb árakon történő tőzsdei értékesítések segítségével végül nagyobb bevételhez jutott az állam, mintha az első értékesítés időpontjában szakmai befektetőnek egyben értékesítette volna, a tőzsdei árhoz képest akár egy 30%-os kontroll prémium elérése mellett. A Budapesti Értéktőzsde szempontjából még ezzel együtt is meghatározó volt az a néhány tőzsdén privatizált nagyobb vállalat – előbb nemzeti bajnokok, később már régiós szinten is jelentős cégcsoportok –, melyek ma is a forgalom és a kapitalizáció szempontjából meghatározó blue chip részvényeket adják.

10.3. A Budapesti Értéktőzsde működési környezete és sajátosságai 2019 elején

„A Budapesti Értéktőzsde Zrt. (BÉT) a hazai pénz- és tőkepiac központi szereplőjeként pénzügyi forrásbevonási lehetőséget nyújt a gazdasági élet szereplőinek, egyúttal a befektetési eszközök széles tárházát biztosítja a befektetők számára. A Tőzsde missziójának tekinti a stabil és független finanszírozásra épülő magyar gazdaság megteremtését és a hazai lakosság és a vállalati szektor pénzügyi kultúrájának folyamatos fejlesztését.”³ – fogalmazza meg misszióját a BÉT.

3 <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bemutakozas>

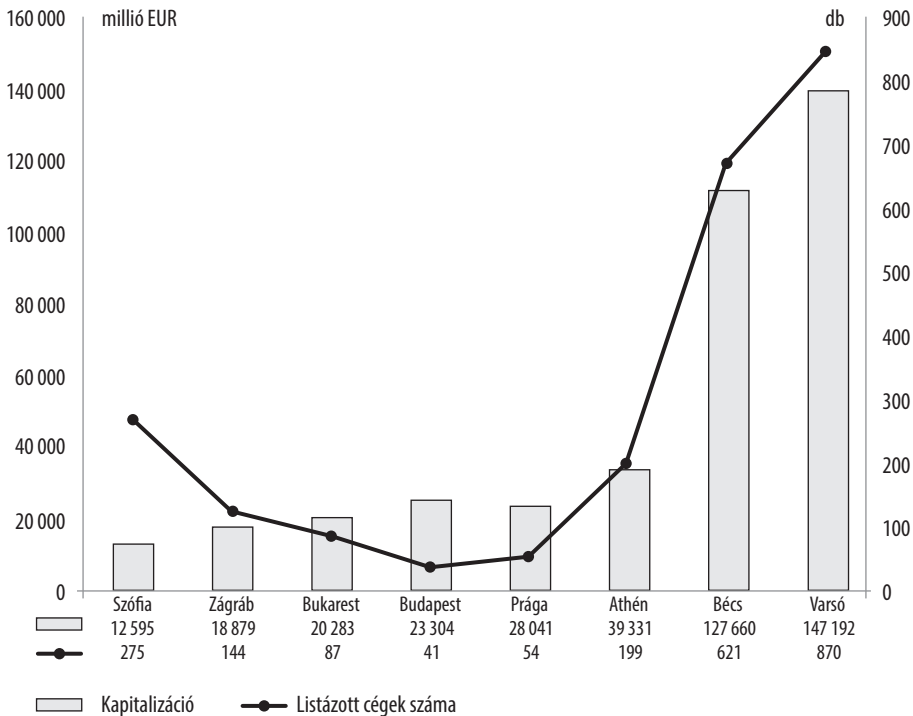
A BÉT legfontosabb adatait tartalmazza a 3. táblázat:

Általános adatok	
Piaci kapitalizáció (2019 január)	8 450 Mrd HUF
Kapitalizáció/GDP	20,60%
Napi átlagos részvényforgalom (2018)	11,4 Mrd HUF
Részvények forgási sebessége (2018)	36%
Részvénykibocsátók	40
Tőzsdetagok	26
Vendorok száma	106
-ebből NOW ügyfél	76
Professionális végfelhasználók száma	5 041
Magán végfelhasználók száma	10 344

3. táblázat: A BÉT legfontosabb mutatói, 2019. január

Forrás: BÉT

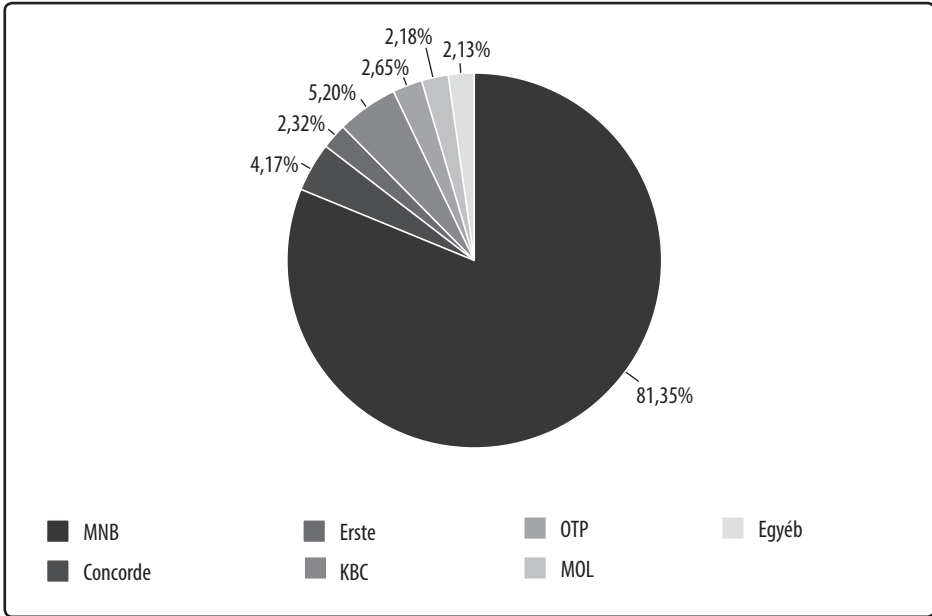
Közép-európai összehasonlításban a BÉT közepes méretűnek tekinthető. A régió legfontosabb szereplői Varsó és Bécs (lásd 7. ábra).



7. ábra: Részvénykapitalizáció és listázott cégek száma

Forrás: FESE

A BÉT tulajdonosi szerkezetét mutatja be a 8. ábra. A Budapesti Értéktőzsde legnagyobb tulajdonosa 2015. december óta a Magyar Nemzeti Bank. Nemzetstratégiai jelentőséggel bír, hogy ettől az időponttól kezdődően került ismét többségi nemzeti tulajdonba a tőzsde.



8. ábra: A BÉT tulajdonosi szerkezete, 2019

Forrás: BÉT

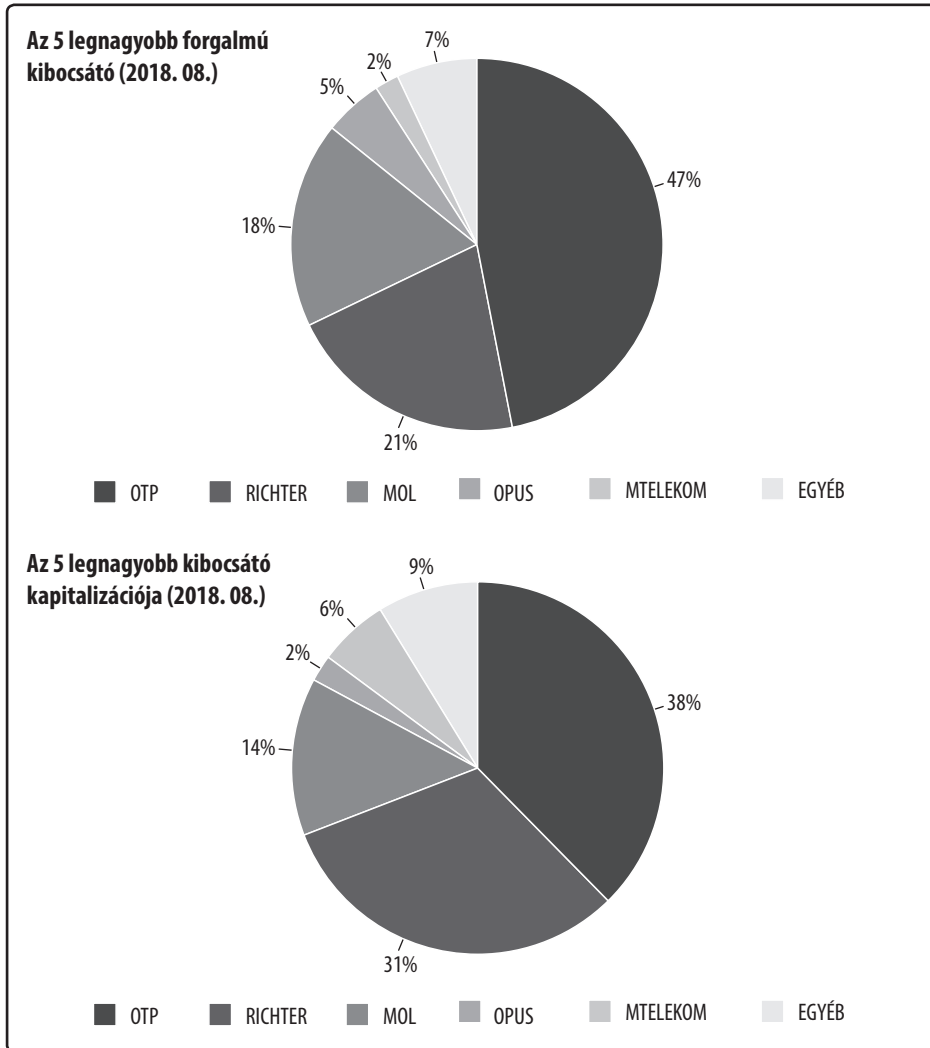
A BÉT-en forgalmazott termékek kereskedése négy szekcióban zajlik.

Részvény szekció	Hitelpapír szekció	Származékos szekció	Áru szekció
Részvények	Állampapírok	Határidős termékek	Azonnali termékek
Befektetési jegyek	Jelzáloglevelek	Opciók termékek	Határidős termékek
ETF	Vállalati kötvények		Opciók termékek
Strukturált termékek			
Kárpótlási jegyek			

9. ábra: A BÉT szekciói

Forrás: BÉT

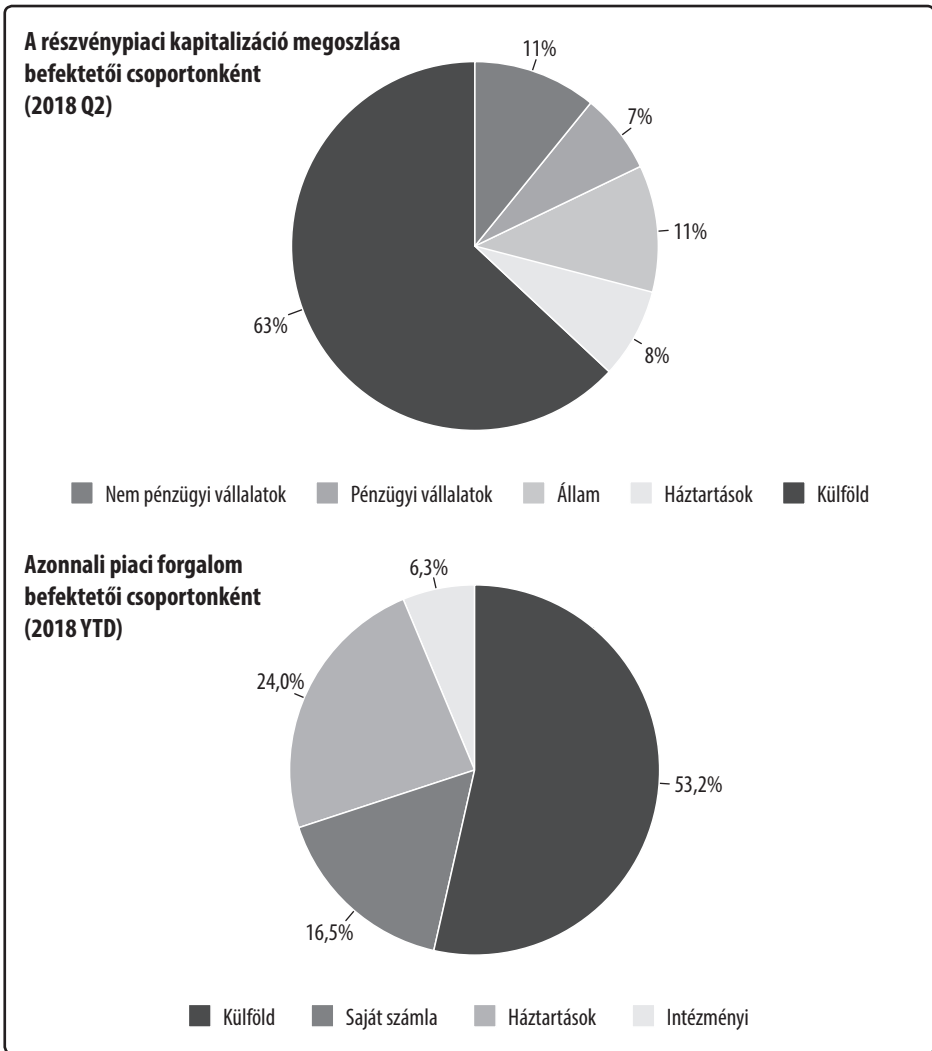
A hazai részvénytőzsdén igen koncentrált, mind a kapitalizáció, mind a forgalom tekintetében. A 3 legnagyobb kibocsátó (OTP, MOL, Richter) 2018-ban a kapitalizáció 83%-át, a forgalom 86%-át adták (lásd 10. ábra).



10. ábra: A BÉT részvényeinek forgalmi és kapitalizáció adatai

Forrás: BÉT

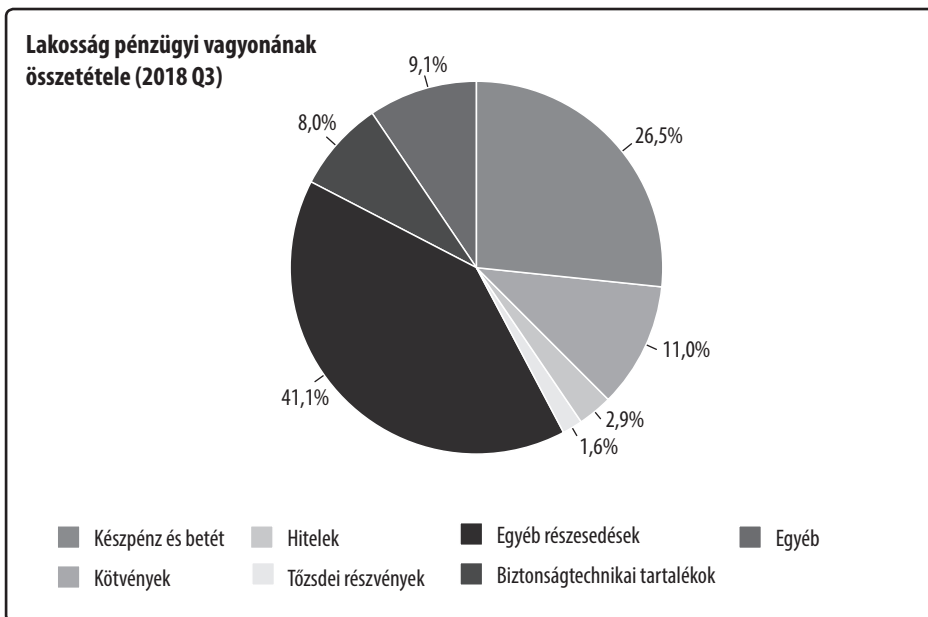
A hazai részvényeket többségében külföldi befektetők birtokolják (63%), a hazai háztartások részesedése mindössze 7% körül van. Ugyanakkor a forgalomból a lakosság részesedése ennél jóval magasabb, mintegy 22,4%.



11. ábra: Befektetői összetétel - a BÉT részvényei

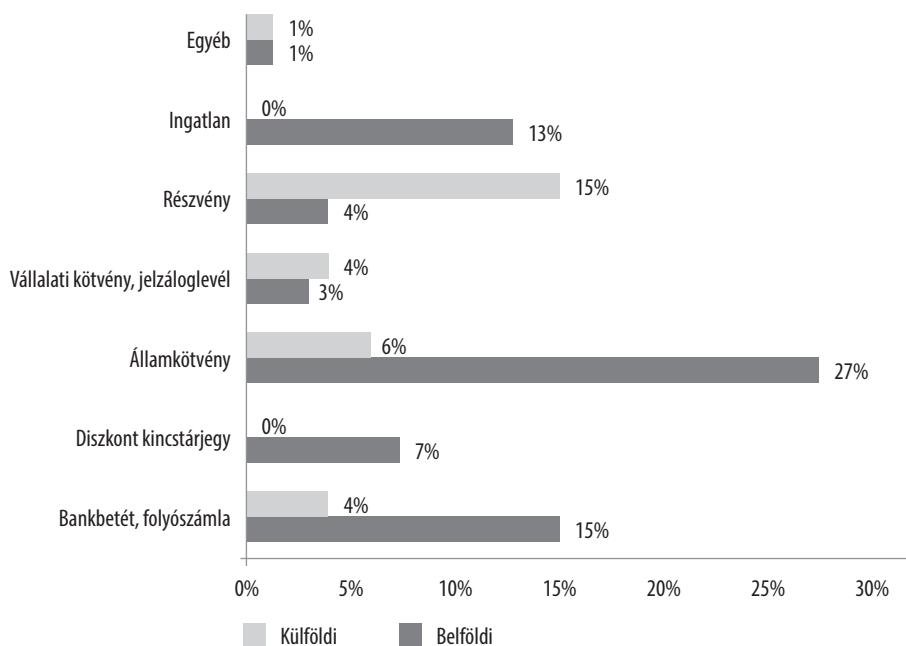
Forrás: BÉT

A hazai befektetői rétegen belül az intézményi befektetőket alacsony hazai részvénykitettséggel jellemzi. A Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetségének (BAMOSZ) kimutatása alapján (13. ábra) az intézményi vagyon mindössze 4%-át tartják hazai részvényben. Lakossági oldalról szintén a konzervatív szemlélet jellemző, a háztartási vagyon mindössze 1,6%-a van hazai részvényben (lásd 12. ábra).



12. ábra: Lakosság pénzügyi vagyona 2018 Q3

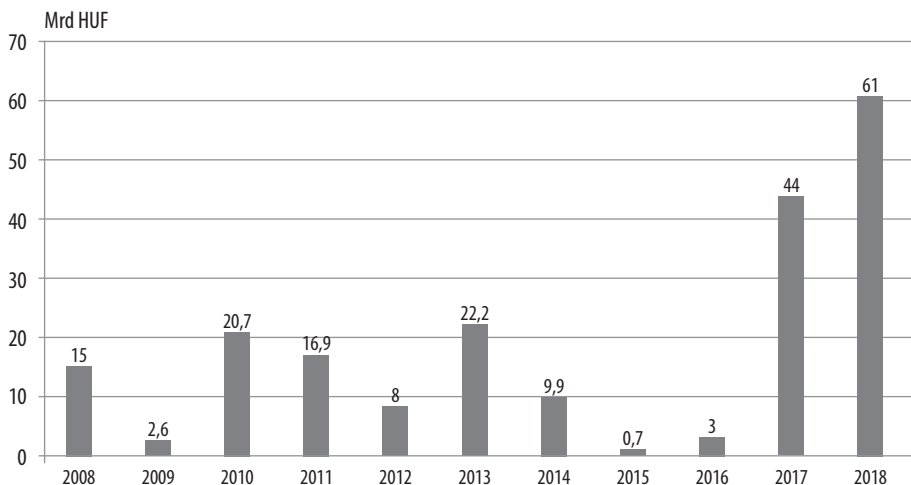
Forrás: MNB, EUROSTAT



13. ábra: Hazai intézményi vagyon szerkezete 2019 Q1

Forrás: BAMOSZ

A keresleti oldal fejlődése szorosan összefügg a kínálati oldallal, így a BÉT célja, hogy a vállalkozások is egyre nagyobb számban válasszák a tőzsdét növekedésükhöz. Az MNB 2015-ös tulajdonszerzése, és a BÉT új stratégiájának meghirdetése óta a korábban stagnáló új bevezetések és tőkeemelések értéke növekedett, amint a 14. ábra is mutatja:



14. ábra: Részvényiaci bevezetések értéke és száma 2008 és 2018 között
Forrás: BÉT

10.4. A Budapesti Értéktőzsde piacfejlesztési stratégiája 2016-2020

Az eddigiekből világosan látszik a tőkepiacok fontossága a nemzetgazdaságban. A BÉT „ötéves, 2016-2020-as időszakra vonatkozó stratégiájának alapvető célja egy olyan átfogó tőzsdefejlesztési program kidolgozása és megvalósítása Magyarországon, melynek eredményeképpen a tőkeági forrásbevonás szerepe növekszik a magyar vállalatok finanszírozásában, hatékonyan kiegészítve a jelenleg túlsúlyban lévő banki hitelezést. A BÉT célja, hogy a versenyképes, sikeres hazai vállalatok legfontosabb platformjává váljon.”⁴ A részletes stratégia és az eddigi eredmények nyomon követhetőek a BÉT honlapján.⁵

A sikeres tőzsdefejlesztés szorosan összefügg a makrogazdaság állapotával:

4 <https://www.bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/bet-strategia-2016-2020>

5 <https://www.bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/bet-strategia-2016-2020>, illetve a minden évben megjelenő Stratégiai Jelentés: <https://www.bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/BET-Strategiai-Jelentes-2018>.

„A 2010-2014 közötti szakaszban a magyar pénzügyi konszolidáció és gazdasági stabilizáció egyik legfontosabb tanulsága az, hogy nem elegendő egyetlen varázsszó, amely előhívja a sikert, több lényeges gazdaságpolitikai és monetáris eszközt kell egyszerre és azonos irányban működtetni a fordulatok érdekében” (Matolcsy, 2015, p. 515). Ezen eszközök egyike a tőzsde.

A tőzsde legfőbb kihívásai a következő szempontok alapján foglalhatók össze:

- *Erős és egészséges tőkepiacok segítik a gazdaság növekedését.* A nagyobb tőkepiaccal rendelkező országok fejlettebbek és gazdagabbak is. Mind a magyar lakosság számához, mind a gazdaság méretéhez képest túl kicsi a magyar tőkepiac. A 2030-ra megcélzott nagyjából 70 ezer milliárd forintos GDP szint eléréséhez erős tőkepiacokra van szükség.
- *A tőzsde fejlesztése fontos, a háztartások megtakarításainak nagyobb részaránya szükséges a vállalati finanszírozásban, mely a lakossági vagyon növekedésére is pozitívan hat.* A megtakarítások gazdaságba történő hatékonyabb becsatornázásához komoly szemléletformálás szükséges.
- *Versenyképes vállalatok.* A tőzsdei jelenlét korszerűbb vezetői tudással, fejlettebb vállalatirányítási ismeretekkel jár, ezzel is elősegítve a vállalatok versenyképességét. Kiemelten fontos elem a tőzsdeérett vállalatok azonosítása, kiválasztása és támogatása a tőzsdére felkészülés folyamata során. A tőzsdei megjelenés megfelelő eszköz lehet az állami tulajdonban lévő vállalatok számára, és nem csorbulnak a vállalati profitmaximalizáláson sokszor túlmutató nemzetgazdasági célok sem.
- *Hazai vállalati növekedés és vagyonosodó háztartások.* Az innovatív vállalatok a magas tőkepiaci fejlettséggel rendelkező országokban könnyebben szereznek finanszírozást, s később ezek a gazdaság motorjaivá válhatnak. A tőzsdei cégek a befektető elvárások miatt növekedést keresnek, innoválnak, ambiciózus terveket tűznek ki maguk elé. A hazai vállalatok sikereiből részesednek a háztartások, mert vagyonuk nő, mely által erősödik a vállalatok versenyképessége, javul a társadalmi kohézió, s erősödik a pozitív jövőkép.

- *A hazai részvénykitettséget növelni szükséges mind a lakossági, mind az intézményi oldalon, mivel a jelenlegi alacsony részvényhányad nem eredményez hosszútávon hatékony portfóliókat sem az intézményi, sem a háztartási vagyon tekintetében. Jelenleg a hazai intézményi vagyon alig egyhatoda van részvényben, a hazai részvények aránya alig 4 százalék, a hazai háztartási vagyonnak pedig mindössze 1,6 százaléka van részvényben. Ugyanakkor látszik az is, hogy a lakosság pénzügyi vagyona dinamikusan növekszik, az elmúlt hét év alatt 57%-kal nőtt, tehát a lakosság anyagi lehetősége biztosított a tőkepiaci befektetésekhöz.*
- *A hazai nyugdíjvagyon aránya a lakossági pénzügyi vagyonton belül Magyarországon nemzetközi összehasonlításban igen alacsony, ezen belül is minimális a részvénykitettség értéke. Mindkettő arányszámot szükséges növelni, hiszen a nyugdíjcélú megtakarítások alapvető építőpillérei a hosszútávú öngondoskodásnak. Ausztriában és Lengyelországban a nyugdíjvagyon aránya mintegy háromszorosa a magyar értéknek, a skandináv országokban pedig 7-10-szeres értékeket találni.*
- *Magyarországon alacsony a tőkepiaci, tőzsdei aktivitás mind a kibocsátói, mind a befektetői oldalon. Célzott jogszabályi rendelkezésekkel könnyíthető a piacra lépés, és növelhető a kínálati és keresleti oldali motiváció. A bankok és egyéb vállalatok tőzsdére lépésének ösztönzésére, valamint a banki felvásárlások, összeolvadások segítésére felügyeleti engedélyek és hatályos jogszabályi keretek kialakítása szükséges.*
- *A tőkepiaci finanszírozás mélyítése szükséges. A Londone Stock Exchange-el közösen bevezetett ELITE program mélyítésével rövid-középtávon emelhető a listázott cégek száma. A cégek könnyebben találhatnak befektetőt, majd intézményi befektetővel sikeresebb IPO-t hajthatnak végre a BÉT-en.*
- *Magyarországon a nem pénzügyi vállalati kötvények állománya nagyon alacsony mind a GDP, mind a vállalatok teljes forrás szerkezetének arányában, a régióban csupán Romániában van kisebb kitettség. A kötvényfinanszírozás térnyerése könnyítene a banki mérlegeken is, így lehetővé téve a*

banki finanszírozás súlypontjának eltolódását a nagy-vállalati szegmensből a kkv szegmens felé. A kötvénykibocsátásokon keresztül a vállalati szegmens forrásszerkezete diverzifikáltabbá válhat, ami hozzájárul ahhoz, hogy válságállóbbá tegye a magyar gazdaságot.⁶

A tőzsdefejlesztési stratégia ezen kihívásokra reagál. A BÉT kiemelten fontosnak tartja a hazai kkv-k megerősítését, amelyet az MNB, mint fő tulajdonos kiemelten fontosnak tart a gazdaság versenyképessége szempontjából: „a Budapesti Értéktőzsde fejlődését hosszabb távon a sikeres kis- és középvállalatokra (kkv) kell alapozni, a tőzsde dinamikus fejlődésének gerincét a kkv-k kell, hogy adják”. A Stratégiai Jelentésben is megtalálható legfontosabb féldős eredményeket a kkv piachoz kapcsolódóan Parragh Bianka és Végh Richárd 2018-as tanulmánya (Parragh – Végh, 2018) is összefoglalja:

- Az *ELITE Program* azokat a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokat célozza, amelyek a terveik megvalósításához külső finanszírozás (EU-s forrás, hitel, kockázati tőke, magántőke vagy akár tőzsdei finanszírozás) igénybevételét tervezik, vagy vállalatirányítási ismereteiket bővítenék, esetleg egész egyszerűen csak üzletszerzési lehetőséget keresnek, generációváltást menedzselnek, vagy nemzetközi kapcsolatrendszerüket bővítenék, melyhez növekedést megalapozó tudást és kapcsolatrendszert tesz elérhetővé. A program, hazai sajátosságokkal kiegészítve, tulajdonosok és felső vezetők számára történő adózási, szabályozási, finanszírozási ismeretek átadását jelenti.
- *Xtend – középvállalati finanszírozási platform*: A középvállalatokat támogató új kereskedési platform 2017-ben valósult meg. Az Xtend piac a szabályozott piachoz képest egyszerűbb feltételeket nyújt a kibocsátóknak, a befektetővédelmi szempontok érvényesülését a kijelölt tanácsadói rendszer biztosítja. Ezek a kijelölt tanácsadók (nomad – nominated advisor) egyrészt segítik a vállalat felkészülését a bevezetési folyamat leelejétől,

6 A vállalatikötvény-piac likviditásának növelése érdekében az MNB – a jelenlegi nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárát, illetve az NHP fixet kiegészítve – 2019. július 1-jétől elindítja a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). Az MNB a kötvénypiac likviditásának növelésével javítani kívánja a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát, továbbá elő kívánja segíteni, hogy a gazdasági szereplők a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodjanak erre a típusú finanszírozásra is. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-kotvenyprogram-hatteranyag.pdf>

7 Matolcsy György beszéde a BÉT50 konferencián – Matolcsy (2017b): A skandináv modell lehet a példa. vs.hu, <https://vs.hu/gazdasag/osszes/matolcsy-a-skandinav-modell-lehet-a-pelda-0920>

másrészt folyamatos támogatást nyújtanak a szabályozói megfeleléshez. Az Xtend piaci kibocsátók olyan dinamikus fejlődő középvállalatok lehetnek, amelyek hajlandók a nyilvános léttel járó kötelezettséget vállalni, ugyanakkor fejlettségük és pénzügyi hátterük alapján még nem állnak készen egy nagy léptékű nyilvános kibocsátásra.

- *Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (NTfA) létrehozása:* Az NTfA tőkebefektetések megvalósításával támogatja a kv-k tőzsdei megjelenését, tőkeági finanszírozásának elősegítését. A cél azon, elsődlegesen az Xtend piacon jelen lévő vállalatok számának növelése, amelyek tőkeági forrásból finanszírozzák növekedési elképzeléseiket, ezzel hozzájárulva a nemzetközi piacra lépéshez. Az NTfA befektetéseivel co-investment formában von be magántőkét a cégekbe, mely a tőzsdei felkészülés költségeiben is segítséget nyújthat. Az NTfA több oldalról erősíti az Xtend piac eredményességét. Befektetése által a célvállalatok minőségbeli és méretbeli szintet léphetnek, közelebb kerülve a tőzsdei bevezetéshez, vagy egy későbbi kategóriaváltáshoz, másrésztől a keresletet is serkentheti, hiszen maga is jegyezhet részvényeket az IPO alatt. Az Alap további pozitív hozadéka, hogy nemcsak pénzbeli hozzájárulással támogatja a célvállalatot, hanem egyfajta bizalmat, stabilitást kölcsönöz a piac szereplőinek, hiszen befektetése tükrözi a cég jövőbeli potenciálját is.
- *Mentoring Program:* A Mentoring Program keretében a hazai kis- és középvállalatok gyorsabb és tervezettebb növekedés mellett hamarabb érhetik el a tőzsdeérettség fázisát. A tőzsdei megjelenésre való felkészülés és megvalósítása támogatásával elsődleges cél azon növekedési fázisban lévő kv-k megerősítése, melyek nyitottak a transzparens tőzsdei működés felé. A magyar vállalati szektor döntően hitelági finanszírozásból valósítja meg a fejlődéséhez szükséges lépéseket, éppen ezért fontos, hogy a gazdaság szereplőit a BÉT összefogja, és elősegítse azok megismerkedését a tőkeági finanszírozás előnyeivel és lehetőségeivel, majd erre valós alternatívát is nyújtson számukra.

A Magyar Nemzeti Bank Versenyképességi Programjában⁸ is fontos szerepet kap a tőkepiac megerősítése. A 330 pontból 14 kifejezetten a hazai tőkepiac megerősítésével foglalkozik:

- Állami vállalatok bevezetése kisbefektetői részvényprogrammal;
- Bankok tőzsdei bevezetésének ösztönzése;
- Modern vállalati kötvénypiac kiépítése;
- Állami szerepvállalás a hazai részvénytőzsdék fejlesztésében;
- A tartós befektetési számla (TBSZ) adómentességének biztosítása új tőzsdei részvény esetén;
- Kkv-kra specializált kereskedelmi platform elindítása;
- Tőzsdére lépés költségeinek levonhatósága a társasági adóból;
- A tőkepiaci szabályok és az általános EU-s gyakorlatok összhangjának biztosítása;
- Digitális platformok elérhetőségének javítása;
- Tőzsdéfejlesztési kormány- vagy miniszteri biztos vagy megbízott kinevezése;
- A tőzsdei osztalék adómentessége;
- Munkavállalói részvényprogram ösztönzése;
- Jóléti alapok létrehozása a nyugdíj- és az egészségmegtakarítások fúziójával;
- NYESZ számlán is osztalékadó mentesség.

10.5. Irodalomjegyzék

Budapesti Értéktőzsde honlapja, www.bet.hu

Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Bizottság (2018): Felelős Társaságirányítási Ajánlások, 2018, <https://www.bet.hu/Kibocsatok/Ajanlasok-ki-bocsatoknak/Felelos-tarsasagiranyitasi-ajanlasok>

Budapesti Értéktőzsde (2019): Stratégiai Jelentés 2018, 2019

Cournede, Boris – Denk, Oliver (2015): Finance and economic growth in OECD and G20 countries, OECD Economics Department Working Papers No. 1223.

Korányi G. Tamás – Szeles Nóra (2005): Tőzsde születik, Budapesti Értéktőzsde, 2005

Magyar Nemzeti Bank (2016): Versenyképesség és növekedés, Magyar Nemzeti Bank.

⁸ Magyar Nemzeti Bank (2019): Versenyképességi program 330 pontban.

- Magyar Nemzeti Bank (2017): A magyar út – célzott jegybanki politika. Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2018): Növekedési jelentés, Magyar Nemzeti Bank, 84-85. o.
- Magyar Nemzeti Bank (2019): Versenyképességi program 330 pontban. Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2019): A Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői, Magyar Nemzeti Bank, <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-kotvenyprogram-hatteranyag.pdf>
- Matolcsy György (2010): A bizalom helyreállítása. A siker a versenyre való képesség függvénye. *Heti Válasz*, április 22.
- Matolcsy György (2015): Egyensúly és növekedés. Kairosz Kiadó.
- Matolcsy György (2017a): Gazdaságtörténeti siker nyolc év alatt, tizenkét lépésben, *Magyar Idők*, <https://www.magyaridok.hu/velemenytortene-ti-siker-nyolc-ev-alatt-tizenket-lepesben-2568427/>
- Matolcsy György (2017b): A skandináv modell lehet a példa, BÉT50 konferencia beszéd, 2017, <https://vs.hu/gazdasag/osszes/matolcsy-a-skandinav-mo-dell-lehet-a-pelda-0920>
- Merényi Zsuzsanna – Vasné Botár Ágnes – Fritz Sepúlveda Pablo Arnoldo (2016): Iránytű a pénzügyekhez. Pénziránytű Alapítvány.
- Parragh Bianka – Végh Richárd (2018): Megújuló állam – megújuló tőkepiac: A gazdaságöszönzés új dimenziói. *Polgári Szemle*, 14. évf. 4–6. szám, 48–78.
- Smith, B. Mark (2004): *A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley*, University of Chicago Press.
- Peterhoff, Daniela – Upadek, Kai – Wuergler, Tobias – Goddard, Quinton – Riess, Rainer – Gardiner, Richard – Marqués, Carlos López – Ortega, José Manuel Santamaría – Tomm, Niels – Brab, Niels – Jezek, Robin – Grange, Tim – Combe, Kirstina – Aigrot, Ludovic – Cornwall, Ian (2017): *Strengthening Europe's Position In Global Capital Markets*. Oliver Wyman and Federation of European Securities Exchanges. https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2017/jun/Strengthening_Europes_Position_in_Global_Capital_Markets.pdf