

**Budapesti Gazdasági Főiskola**  
**Kereskedelmi, Vendéglátóipari**  
**és Idegenforgalmi Kar**

**A Budapesti Értéktőzsde bemutatása négy vezető  
részvény és a BUX-index elemzésén keresztül**

**Konzulens:**

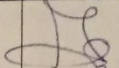
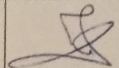
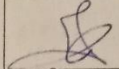
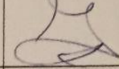
Dr. habil Kozár László  
tanszékvezető

**Készítette:**

Szkiva Lázár  
kereskedelem és marketing szak  
kereskedelem szakirány  
nappali tagozat  
2015

# IGAZOLÁS

## Szakdolgozati konzultációkról

| Dátum  | Téma                | Aláírás   |
|--------|---------------------|---|
| 09.28  | VÁZLAT PONTOSÍTÁSA  |  |
| 10.08  | TARTALMI KÉRDÉSEK   |  |
| 11.07. | SZERKEZETI KÉRDÉSEK |  |
| 12.08  | VÉGLEGESÍTÉS        |  |
|        |                     |   |

(Minimum 3 alkalommal kell a konzulenssel egyeztetni. A dátum mellett szerepelnie kell, hogy miről volt szó az adott időpontban.)

## Nyilatkozat

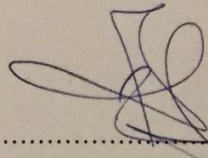
Igazolom, hogy ...SZKIVA LÁZÁR..... hallgató

(BA KM szak, ...KERESKEDELEM..... szakirány; ...4..... évfolyam;

...NAPPALI..... tagozat)

a konzultációkon ...4... alkalommal megjelent. Valamint igazolom, hogy a szakdolgozat általam látott legutolsó – értelemszerűen nem a végső, a hallgató által leadni kívánt – változata a még javasolt kisebb változtatásokat figyelembe nem véve, kielégíti egy szakdolgozattal szemben támasztott formai és tartalmi követelményeket.

Budapest, 20.15. DECEMBER 8,.....

  
.....  
Belső konzulens aláírása

## Hallgatói nyilatkozat a szakdolgozat leadásához

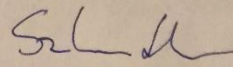
Alulírott SZKIVA LAZÁR.....

a Budapesti Gazdasági Főiskola Kereskedelmi, Vendéglátóipari és Idegenforgalmi Kar

KERESKEDELEM ÉS MARKETING.....szakos  
KERESKEDELEM..szakirányos NAPPALI..... tagozatos hallgatója nyilatkozom, hogy  
a A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE BEMUTATÁSA NÉGY VEZETŐ RÉSZVÉNY  
ÉS A BUX-INDEX ELEMZÉSEN KERESZTÜL.....

..... címmel bírálatra és védésre beadott szakdolgozat saját munkám eredménye, amelynek elkészítése során a felhasznált irodalmat a szerzői jogi szabályoknak megfelelően kezeltem (a szükséges lábjegyzet / végjegyzet hivatkozásokat, valamint az ábrák hivatkozását megfelelően helyeztem el).

Budapest, 20.15... DECEMBER... hónap ...8... nap



hallgató aláírása

## TARTALOMJEGYZÉK

|   |    |
|---|----|
| <b>1. BEVEZETÉS</b> .....   | 3  |
| <b>2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS</b> .....                           | 5  |
| <b>2.1. Gondolatok a tőzsdéről</b> .....                          | 5  |
| 2.1.1. Vegyes érzelmek .....                                      | 5  |
| 2.1.2. Kockázat .....   | 6  |
| <b>2.2. A tőzsde mint „Világpiac”</b> .....                       | 6  |
| 2.2.1. A piac mérete és működése .....                            | 6  |
| 2.2.2. A tőzsde mint információs központ .....                    | 7  |
| 2.2.3. A tőzsde mint önszabályozó szervezet.....                  | 8  |
| 2.2.4. Tőzsdetípusok.....   | 8  |
| <b>2.3. A Tőzsdék története és átalakulása</b> .....              | 9  |
| 2.3.1. A kezdetek.....  | 9  |
| 2.3.2. Kicsi a bors, de erős .....                                | 10 |
| 2.3.3. Az ipari forradalom hatásai .....                          | 11 |
| 2.3.4. Tőzsdék születése az USA-ban .....                         | 11 |
| 2.3.5. Tőzsdék átalakulóban.....                                  | 13 |
| <b>2.4. A tőzsde születése Magyarországon</b> .....               | 14 |
| 2.4.1. Út a tőzsdenyitáshoz .....                                 | 14 |
| 2.4.2. A Pesti Áru- és Értéktőzsde megnyitása .....               | 15 |
| 2.4.3. A tőzsde működése a „boldog békeidők” alatt .....          | 15 |
| 2.4.4. Világháborús időszakok (1914-1946) .....                   | 16 |
| 2.4.5. Négy évtizednyi szünet.....                                | 17 |
| 2.4.6. Ismételt tőzsdenyitás.....                                 | 18 |
| <b>3. A RÉSZVÉNYEK BEMUTATÁSA ÉS NÉGY MAGYAR PAPÍR ELEMZÉSE</b> . | 19 |
| <b>3.1. Az árfolyamok mozgása és annak okai</b> .....             | 19 |
| 3.1.1. Mi a részvény?.....  | 19 |
| 3.1.2. A részvények fajtái.....                                   | 20 |
| 3.1.3. Az általam elemzett részvények .....                       | 21 |
| <b>3.2. Az OTP Bank bemutatása</b> .....                          | 22 |
| <b>3.3. Az OTP árfolyamának elemzése</b> .....                    | 24 |
| 3.3.1. A válság időszaka .....                                    | 24 |
| 3.3.2. A 2011-es korrekció .....                                  | 26 |
| 3.3.3. Az idei év rallyja.....                                    | 27 |
| <b>3.4. A MOL bemutatása</b> .....                                | 28 |

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 3.5.   | A MOL árfolyamának elemzése .....   | 28 |
| 3.5.1. | Az OMV-sztori .....   | 29 |
| 3.5.2. | A 2008-as recesszió hatása az árfolyamra .....                              | 29 |
| 3.5.3. | Az INA-botrány hatásai.....   | 30 |
| 3.6.   | A Magyar Telekom bemutatása.....  | 31 |
| 3.7.   | A Magyar Telekom árfolyamának elemzése.....                                 | 33 |
| 3.7.1. | A válság hatása a Magyar Telekom papírjaira .....                           | 34 |
| 3.7.2. | A négy éven át tartó fokozatos lecsorgás.....                               | 35 |
| 3.8.   | A Richter Gedeon bemutatása .....   | 37 |
| 3.9.   | A Richter árfolyamának elemzése .....                                       | 37 |
| 3.9.1. | A válság hatása a papír árfolyamára .....                                   | 38 |
| 3.9.2. | A 2014-es orosz-ukrán konfliktus hatásai.....                               | 40 |
| 3.9.3. | Emelkedő részvényárfolyam és pozitív kilátások.....                         | 41 |
| 4.     | A BUX-INDEX ELEMZÉSE A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE BEMUTATÁSÁN<br>KERESZTÜL ..... | 43 |
| 4.1.   | A Budapesti Értéktőzsde indexei .....                                       | 43 |
| 4.1.1. | BUX-index .....   | 43 |
| 4.1.2. | BUMIX-index .....   | 45 |
| 4.1.3. | Central European Blue Chip Index (CETOP20) .....                            | 46 |
| 4.2.   | A tőzsde szervezeti felépítése.....   | 46 |
| 4.3.   | Kereskedési rendszer .....  | 47 |
| 4.4.   | Tulajdonosi szerkezet .....   | 48 |
| 4.5.   | A BUX-index elemzése.....   | 48 |
| 4.5.1. | A 2008-as válság hatása a BUX-indexre.....                                  | 49 |
| 4.5.2. | A válság utáni gyors emelkedés és annak okai .....                          | 50 |
| 4.5.3. | A 2011-2015 közötti árfolyam vizsgálata .....                               | 51 |
| 4.6.   | A BUX-index és az OTP árfolyamának összehasonlítása.....                    | 53 |
| 4.6.1. | A csúcspontoktól a mélypontokig .....                                       | 54 |
| 4.6.2. | A válság utáni erősödés.....  | 56 |
| 5.     | KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK.....  | 58 |
| 6.     | ÖSSZEFOGLALÁS.....  | 60 |
|        | FELHASZNÁLT IRODALOM.....   | 62 |

## 1. BEVEZETÉS

A tőzsdék kialakulását a kereskedelem fejlődése hozta létre. A kereskedő embereket mindig is egy közös cél vezérelte, mégpedig az, hogy busás haszonnal járó üzleteket kössenek. Az adás-vétel megkötésének biztonsága, az azonos érdekek, a kellő jogvédelem és a visszaélések megakadályozása minden résztvevőnek érdeke volt. Ennek köszönhetően született meg a tőzsde gondolata, amely immáron több száz éves múlttal tekint vissza.

Jogosan tehetjük fel a kérdést, hogy tulajdonképpen mi a tőzsde? Piac? Intézmény? Épület? Kereskedelemtechnika? Helyszín? A tőzsde valójában mindezek együttese, egy óriási „Világpiac”, amely rendkívül szigorú szabályok és erősen behatárolt keretek között működik. Egy olyan központi piac, ahol csak és kizárólag a kereslet és a kínálat befolyásolja az árakat, mindenféle monopolisztikus és oligopolisztikus hatások, illetve egyéb árbefolyásoló tényezők nélkül. A tőzsde egy olyan intézmény, ami képes megteremteni a jogi, szervezeti és kereskedelemtechnikai feltételeit a tőzsdére bevezetni kívánt termék – legyen az áru, vagy értékpapír – kereskedelmének koncentrált lebonyolítását.

Egy demokratikus politikai és gazdasági rendszerben a mindenkori kormány és a tőzsde szimbiózisban él. Hiszen a tőzsde nemcsak egy adott kereskedési helyszín, hanem az adott ország demokratikus működésének megtestesítője és a piacgazdasági szabályok fokmérője. A tőzsdék jelenleg a világ szinte összes tőkés országában megtalálhatók, többek között Magyarországon is. A komoly múlttal rendelkező Budapesti Értéktőzsde (BÉT) idén ünnepelte fennállásának 151. születésnapját.

Az intézmény múltja viszontagságos. A magyarországi pénz és tőkepiacokat a fejlett nyugat-európai térségekhez képest több száz éves lemaradás jellemezte, azonban a XIX. század fordulópontot hozott és könnyedén ledolgozta évszázados hátrányát. Ennek eredményeképp a Budapesti Áru- és Értéktőzsde 1864-ben megalapításra került. A következő jelentős változás a második világháborút befejezően következett be, mikor a hatalomra kerülő kommunista rezsim 1948-ban bezárta az intézményt. A több mint négy évtizedes szünet után 1990-ben az ismét megnyitott tőzsde a rendszerváltás szimbólumává vált. Mindenre elszánt, tehetséges és elhivatott bankszakemberek, oktatók és közgazdász hallgatók ismerhették meg a kötvényekkel

és részvényekkel való kereskedés örömeit és kudarcait, a hatékony tőkepiacok működését, ráérezve a tőzsde igazi ízére.

Szakedolgozatomban szeretném körüljárni a tőzsdékkal kapcsolatos alapvető kérdéseket és összefüggéseket, emellett egy átfogó képet adni a tőzsdék szerepéről a kereskedelemben. Továbbá kifejtem, hogy milyen a tőzsdei piacok működése, ezek milyen múltra tekintenek vissza nemzetközi és magyar szinten. A tőzsdetípusok és a részvénytípusok ismertetése mellett részletesen bemutatom a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett négy magyar vezető részvény (OTP, MOL, Magyar Telekom, Richter) árfolyamában történő változásokat és elmozdulásokat az elmúlt tíz esztendőben. Megvizsgálom, hogy az árfolyamváltozások milyen piaci hírek, események és vállalati jelentések hatására történtek, milyen mértékűek voltak és hogyan reagált az adott vállalat menedzsmentje a piaci ingadozásokat figyelve. Továbbiakban a Budapesti Értéktőzsde jelenét bemutatva a tőzsde aggregált hozamindexét, a BUX-index árfolyamváltozásait elemzem, végül pedig az index változását vetem össze az OTP papírok árfolyamával, külön kiemelve számos időszakot.

## 2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

„A biztos tipp egyenlő a bukással.”<sup>1</sup> Ez az állítás hitelesen tükrözi a tőzsdei befektetők véleményének többségét e szeszélyes és kiszámíthatatlan piacról. A tőzsdék a komoly csalódások és a szép remények színhelyei. Az átlagember számára egy olyan furcsa, idegen és kiismerhetetlen világ, ahol minden mindennel összekapcsolódik. Egy olyan világ, ahol a kereslet és a kínálat törvényei uralkodnak, és ahol egy piaci pletyka is komoly lavinát indíthat el.

### 2.1. Gondolatok a tőzsdéről

A XVII. században híressé vált Raimondo Montecuccoli olasz származású császári hadvezér vélekedése szerint a háborúhoz mindössze három dolog kell: pénz, pénz és pénz. Általános vélekedés szerint a tőzsdézéshez viszont négy dolog szükséges. Ez a pénz, az ész, a szerencse és a kitartás. Értelmezni viszonylag könnyű ezt a kifejezést, ám a gyakorlatban megvalósítani és megfelelően alkalmazni nem egyszerű feladat. Fontos, hogy legyen elég pénzünk elviselni az esetleges veszteségeket úgy, hogy eközben türelmesek maradunk és mellőzzük a kapkodást, nehogy kicsússzon a talaj a talpunk alól. Lényeges, hogy hideg fejjel gondolkodva józanul figyeljük az eseményeket, maradjunk kritikusak és végül a szerencse is mellénk szegődjön **(Bozzai, 1988)**.

#### 2.1.1. Vegyes érzelmek

A tőzsde szót hallva sokakban negatív érzelmek és félelmek kerülnek felszínre, megannyian hasonlítják a szerencsejátékhoz, vagy az ész nélküli kockázatvállaláshoz. A kérdés jóval árnyaltabb, nem csak fekete és fehér. Azonban fontos tudni, hogy a tőzsdei résztvevők nem mindig és nem feltétlenül hazardíroznak, hiszen a börzék résztvevőinek többsége befektető, kereskedő, termelő vagy felhasználó, legyen az nyugdíjas, nagyvállalat, bank, vagy egy több gyermekes családapa.

Egyik befektető sem egyforma. Mást gondolnak arról, hogy éppen mibe érdemes fektetni, mást gondolnak a hozamok nagyságáról és teljesen más időtávban gondolkodnak. Valaki a technológiai szektorban lát beszállási lehetőséget, valaki az autóiipari részvényektől szabadulna, van, aki búzát venne, mások a nyersanyagok

---

<sup>1</sup> André Kostolany



árának emelkedésére játszanak, azaz spekulálnak. A befektetők tettei azonban egyvalamiben mégiscsak megegyeznek. Abban, hogy a jelenben feláldoznak egy bizonyos összeget annak reményében, hogy később, a jövőben még többet kapjanak vissza és profitot realizáljanak. Ez a befektetés lényege, amely két dologtól függ: az időtávától és a kockázattól.

### **2.1.2. Kockázat**

A gazdasági tevékenység természetes velejárója a kockázat, amit más néven a gazdasági aktivitás „életjelenségének” is felfoghatunk. Tisztában vagyunk vele, hogy az egyén életjelenségei adottak, befolyásolni nem tudjuk őket és akaratunktól függetlenül léteznek. Ilyen az emberi öregedés, amire a szükséges rosszként tekintünk, amit próbálunk elkerülni és kezelni, pontosan úgy, mint a piaci résztvevők a kockázatot **(Kozár, 2011)**. A gazdaság alapvető szereplőinek – legyen az vállalat, háztartás vagy kormányzat – állandó bizonytalanságokkal és kockázati tényezőkkel kell szembenéznük, hiszen a jövő kiszámíthatatlansága és a helyes befektetési döntések meghozatala a biztos információk hiányában bonyolult feladat.

## **2.2. A tőzsde mint „Világpiac”**

A különböző sajtóorgánumokból, legyen az újság, televízió, rádió vagy internetes felületek, nap mint nap értesülhetünk a különböző nyersanyagok és energiahordozók éppen aktuális világpiaci áraitól. De vajon mi lehet ez a bizonyos „Világpiac” és pontosan hol található meg? Az aktuális világpiaci árakat a jelenben érvényes tőzsdei áraknak tekinthetjük, amik az egész világon irányadók. Az országok közötti tőzsdei jegyzések hivatalos árait senki sem hagyhatja figyelmen kívül. **(Kozár, 2011)**.

### **2.2.1. A piac mérete és működése**

Köztudott, hogy a piac mérete óriási. A világ összes börzén megkötöttet ügynevezett derivatív szerződések – amik a nem értékpapír jellegű termékeket foglalják magukban – forgalma már önmagában elképesztő méreteket ölt, hiszen a 2000-es évek végére meghaladta a 100 trillió USD-t, nem beszélve az értékpapírpia és a devizapiac gigantikus nagyságáról **(Kozár, 2011)**. A forgalom mintegy ötven százalékát Észak-Amerika tőzsdéi adják, a második hely Európának jutott, Ázsia pedig a harmadikat foglalja el.

Ennek az óriási piacnak jól működő életteret biztosítani és az ügyletek gyors lebonyolítását megvalósítani csak a tőzsde képes. Hiszen a tőzsde egy olyan központi

piacként működik, ami az oda bevezetett áru, értékpapír vagy egyéb érték keresletét és kínálatát koncentrálja (Kozár, 2011). A tőzsdékre minden piaci szereplőnek szüksége van, hiszen a koncentráció létrejöttével biztosítható az állandó likviditás a piacon, ami a tranzakciós költségek további csökkenéséhez vezet. Egy jól működő tőzsde olyan piacon tud csak hatékonyan működni, ahol a szereplőknek tartós igényük van a könnyen és olcsón elérhető, likvid, áttekinthető és jól szabályozott piacra.

Piaci likviditásról akkor beszélünk, ha az adásvételt viszonylag olcsón és gyorsan, a mindenkori piaci ártól nem nagy eltéréssel tudjuk lebonyolítani. Egy nem, vagy kevésbé likvid piacon egy tranzakciót nagyobb kockázattal bonyolítanak le, hiszen egy adott tőzsdeterméket az eladáskor vélhetően alacsony áron fogja tudni eladni az értékesítő. A likvid piac pont ellentétesen működik, hiszen az eladó bármikor áruba bocsáthatja az adott terméket mégpedig úgy, hogy nem kell attól tartania, hogy a kialakult ár jelentősen alacsonyabb lesz a korábbi piaci árnál. A börzéken megkötött ügyletek formájában jelentkezik az eladói, illetve a vevői kereslet és kínálat. Mivel az kereskedett értékpapíroknak és áruknak nem kell a helyszínen lenniük az üzletkötés időpontjában, ezért óriási tételekben és mennyiségekkel történhet az adásvétel. A tőzsdék világába történő könnyű szabad ki- és belépés, a meghatározott szabályok szerinti működés és a magas fokú információ ellátottság biztosítja a piac likviditását és a börzékhez való egyszerű hozzáférést, teret engedve a kereskedésnek.

### **2.2.2. A tőzsde mint információs központ**

A kellő információk megléte nélkül a tőzsde halott. Kontraktusok ugyanis legtöbbször akkor jönnek létre, ha a vevő és az eladó egy adott termékre vonatkozó jövőbeli árának várakozásai eltérnek egymástól. Ezek a várakozások a felel részéről hasonlóak és teljesen különbözőek is lehetnek. Azonban fontos tudni, hogy az adott várakozásokat elsősorban a tőzsdetermék piacával kapcsolatos elérhető és legfrissebb információk mutatják. A börzék akkor tudják leginkább kifejteni piackoncentráló hatásukat, ha az elérhető információk közvetítése zavartalan. A tőzsdék információs és kommunikációs szerepe vitathatatlan, hiszen rajtuk keresztül áramlanak az aktuális piaci helyzettel és a termékekkel kapcsolatos információk a felügyeleti szervek, a kibocsátók és egyéb szereplők között.

### 2.2.3. A tőzsde mint önszabályozó szervezet

A tőzsdei működés szigorú szabályokhoz kötött. A megfogalmazott irányelvek segítségével képes a tőzsde koncentrált piacot teremteni, ami biztosítja a kontraktusok gyors és zökkenőmentes lebonyolítását. A szabályok meghatározásához két modell ismerünk:

- Angolszász tőzsde modell
- Német vagy kontinentális tőzsde modell

Az angolszász modellben a tőzsdetagok és az alapító tagok viszonylag nagy szabadságot élveznek, hiszen saját maguk határozzák meg azokat a szabályokat, amik kötelező érvényűek lesznek magukra nézve. A német modell gyakorlata viszont az, hogy egy központi intézmény, maga az állam határozza meg a feltételeket a piaci szereplőknek. Pénzügyi szemlélettel nézve a börze egy olyan önfenntartó intézmény, amely a felmerülő fejlesztési és működési költségeket bevételeiből – jegyzési díj, belépési díj, forgalomban tartási díj, tagsági díj, büntetések – finanszírozza. A tőzsde célja nem a profitszerzés, hanem egy olyan feltételrendszer megteremtése, ami a lehető legnagyobb mértékben hozzájárul a tőzsdetagok nyereségszerzéséhez. Nyereséges működés esetén viszont a megtermelt profitot a tőzsde legtöbbször új technikai vagy technológiai rendszerek és berendezések fejlesztésére, vagy valamilyen más célra fordítja, legyen az oktatás vagy jótékonykodás.

### 2.2.4. Tőzsdetípusok

A tőzsdéket többféle szempont szerint csoportosíthatjuk, de leginkább a kereskedés tárgya és az ügyletek teljesítése szerint különböztetik meg.

A kereskedés tárgya szerint megkülönböztetünk:

- Értéktőzsdét
- Árutőzsdét

Belföldi és külföldi kibocsátású értékpapírokkal, devizaalapú és kamatalapú termékekkel, illetve az arra vonatkozó határidős és opciós ügyletekkel az értéktőzsdéken kereskednek. A tőzsdén kereskedett értékpapírok szabadon adhatók és vásárolhatók, hiszen jövedelemre szóló követelést hordoznak magukban. Az értékpapír befektetésként funkcionál, az értéktőzsde pedig maga a befektetők piaca.

Az árutőzsdén viszont a jól ismert homogén mezőgazdasági termékek, ipari nyersanyagok és nemesfémek kereskedése folyik, legyen az palládium, kakaó, réz vagy olaj.

Az ügyletek teljesítése szerint megkülönböztetünk:

- Azonnali tőzsdéket
- Határidős tőzsdéket

Értékpapírok vagy annak számító termékek vételével és eladásával kizárólag azonnali tőzsdéken foglalkoznak, ezzel szemben a határidős tőzsdéken – a nevéből adódóan – határidős és opciós ügyletek köttetnek, ami a nemzetközi gyakorlat szerint minimum három hónap, legfeljebb két év lehet. A határidős börzéken olyan származékos termékekkel kereskednek, amelyek lehetnek kamat-, deviza-, index-, értékpapír vagy nyersanyag alapúak. A tőzsde határozza meg az adott kontraktus teljesítésének és megkötésének módját és idejét, összefoglaló néven a kontraktus specifikációkat.

A garanciarendszerek – amik biztosítják az adott ügylet teljesülését – szintén csoportosíthatók. Az azonnali tőzsdéken a teljesítés a letétek, a fedezeti kötelezettségek és a tőzsde tagjai által megalkotott garanciaalapok szintjéig mondható biztosítottnak. A határidős tőzsdék száz százalékos garanciát nyújtanak az adott ügylet teljesítésére, köszönhetően a központi elszámolóházaknak, amennyiben a tőzsdetagok megfelelnek a szigorúan meghatározott pénzügyi feltételeknek.

### **2.3. A Tőzsdék története és átalakulása**

A börzék a kereskedelem mesterségének több ezer éves hozadékai. Eredeti formájukban fennmaradt sumér írások jelentik a biztosítékot arra, hogy a népcsoport gabonával már időszámításunk előtt több ezer évvel, szervezett keretek között folytatott kereskedelmi tevékenységet. Az ókori kínai és egyiptomi kultúrákban már kezdetleges árupiacok működtek, az ókori rómaiak pedig tizenkilenc, különböző termékekre szakosodott piacot, úgynevezett „Fora vendalia-t” hoztak létre, ahol a világ összes tájáról érkező termékekkel kereskedtek (**Kozár, 2011**).

#### **2.3.1. A kezdetek**

A mai Belgium területén található Brugge városa adott otthont a legelső, hamisíthatatlan tőzsdének már a XIII. században. A históriák szerint ebből a szóból

eredetezhető a tőzsde, mint börze elnevezése, de további két elmélet is kering a név forrásáról. Vannak, akik szerint a szó eredete „van der Beurse” családnevéből származik, mások szerint viszont a család címerében jól kivehető három pénztárca „bourse” szóból alakult ki börze neve. Habár a név eredete koránt sem biztos, a középkori Európában sorra jelentek meg a kvázi kereskedelmi központok. Az 1304-ben alapított Párizsi börze létrehozásában az akkori király, Szép Fülöp is aktív szerepet vállalt, az antwerpeni pedig a kor leghíresebb és legnagyobb tőzsdéjének számított, hiszen a gyarmatokról behozott portékák ezrei mágnesként vonzották a különlegességekre vágyó érdeklődőket (**Bozzai, 1988**).

### **2.3.2. Kicsi a bors, de erős**

A bors – mint különleges termény – olyannyira jó érték-súly aránnyal bírt, hogy kereskedésével a tőzsdéken komoly profitot lehetett elérni. Holland kereskedők haszonszerzési céllal igyekeztek komoly befolyást szerezni a feketebors piacon, melynek következményeként 1602-ben megalapították a Holland Kelet-Indiai Társaságot, válaszul a két évvel korábban létrejött Kelet-Indiai Társaságra, mely az angolok malmára hajtotta a vizet a különleges indiai termékek kereskedelmével. A gyarmati verseny fokozódásával megalapításra került a Holland Nyugat-Indiai Társaság, melynek célja az Újvilágból érkező termékek kereskedelmének felpörgetése volt. Mivel ekkoriban a Holland Királyság pénzügyileg jóval nagyobb erőt képviselt Angliánál, nem csoda, hogy az amszterdami tőzsde virágkorát élte (**Jaksity, 2003**).

#### **1. sz. ábra: A Kelet-Indiai Társaság londoni épülete, 1817**



**Forrás:**

***<http://www.portcities.org.uk/london/server/show/ConNarrative.136/chapterId/2773/The-East-India-Company.html>***

### 2.3.3. Az ipari forradalom hatásai

A XVIII. század közepétől kibontakozó ipari forradalom fenekestül forgatta fel a nemzetközi kereskedelmet, hatalmas lökést adva ezzel a gazdaságoknak. A különböző kereskedelmi csatornákon közvetített áruk, nyersanyagok és késztermékek forgalma megtöbbszöröződött. A brit gyapot Európába történő behozatala olyannyira felfutott, hogy 1785-ben még csak 11 millió font értékben importáltak belőle, de ez 1850-re 588 millió fontra nőtt. Akkoriban Liverpool büszkélkedhetett a legnagyobb forgalmat lebonyolító és legprofibban szervezett tőzsde címével. Úgynevezett „to-arrive” ügyleteket kötöttek egymással a kereskedők nem csak a gyapot, hanem a búza esetében is. Ezt azt jelentette, hogy az adott rakományra – ami legtöbbször hajóval érkezett – már az áru megérkezése előtt megkötötték az üzletet, aminek ellenértékét csak a hajó megérkezésekor kellett kiegyenlíteni. A Liverpool Cotton Exchange Building profi kereskedők és brókerek olvasztótégelyévé vált, és fokozatosan megjelentek a spekulánsok is, akik nélkülözhetetlen részei a tőzsdei aktivitásnak (Kozár, 2011).

### 2.3.4. Tőzsdék születése az USA-ban

Az Amerikai Egyesült Államok tőzsdéi messze nem rendelkeznek akkora múlttal és hagyományokkal, mint az öreg kontinens börzéi. A történelmet ismerve ez nem meglepő, hiszen magát a kontinenst is alig több, mint ötszáz éve fedezték fel. A XVIII. század közepétől beinduló árutőzsdei kereskedelem azonban jócskán kinőtte magát, hiszen a világ legnagyobb forgalommal bíró és leghíresebb áru- és értéktőzsdéi jelenleg az USA-ban találhatóak.

Az 1750-es években legfőképp prémek, különböző textíliák, faárúk és fémek adták a kereskedelem zömét, melyeket azonnali, úgynevezett „cash” ügyletek formájában kötöttek. Ennek lényege, hogy az üzletet megkötve rögtön megtörténik a teljesítés. A mai fejlett és jelenleg is alkalmazott határidős kereskedelem története a XIX. század első felében kezdődött a Michigan-tó partján elterülő „szelek városában”.

Az 1833-ban alapított Chicagót 350 telepes alapította, mely négy évvel később városi rangot kapott. A város jelentősége elhelyezkedéséből adódóan értékelődött fel. Amerika legnagyobb mezőgazdasági területeinek határán fekszik, óriási gabonaföldek közvetlen közelében. Ráadásul a Nagy Tavak közelségére – így a hajózásra – és a vasút töretlen fejlődésére építve a térség fontos csomópontjaként kulcsfontosságú

településsé vált. A városvezetés és a kereskedők rögtön felismerték az előnyökben rejlő lehetőségeket. A farmerok óriási mennyiségű árut szállítottak a városba, és mivel a kereslet is egyre nőtt, az árak fokozatosan emelkedtek. Az igazi fordulatot viszont csak az 1848-ban átadott Illinois-Michigan-csatorna átadása hozta el. A vízi út megnyitásával ugyanis közvetlenül a Mexikói-öbölíig vált elérhetővé a vízen történő szállítás, ami az áruk legolcsóbb célba juttatását jelentette.

A kereskedelem feltételei és szereplői adottak voltak, mindehhez már csak e piacot összefogó és szabályozó intézményre volt szükség. Végül 82 nagykereskedő összefogásának köszönhetően megalapításra került a Chicago Board of Trade (CBOT), ami mai napig a legnagyobb forgalmú határidős tőzsde a világon (**Kozár, 2011**).

## **2. sz. ábra: A Chicago Board of Trade épületének homlokzata, 2009**



***Forrás: <https://www.flickr.com/photos/tonyandersson/5883535155>***

A városba érkezett áruk mennyisége már akkora méreteket öltött, hogy sokszor kezelhetetlenné vált a kereskedelem, ez ellen pedig tenni kellett. Így jött létre a már korábban is említett „to-arrive” ügylet, amit későbbiekben „forward” ügyletté fejlesztettek. 15 éven alatt ez az ügylet vált leginkább elterjedté, egészen az 1865-ös futures kontraktus bevezetéséig. A futures előnye abban rejlett, hogy szabványosította a minőséget, a mennyiséget, a szállítás helyszínét és idejét. Ennek köszönhetően

megsokszorozódtak a tőzsdénapi forgalmak, ami még nagyobb piacot és lehetőséget teremtett a kereskedőknek (**Kozár, 2011**).

A századforduló környéke további nyugodt és organikus fejlődést hozott mind a forgalom, mind pedig az új tőzsdék alapítása tekintetében. Az iparosodás gyorsan végbemenő folyamata a megannyi áru és nyersanyag felhasználását és előállítását fokozatosan növelte, muníciót adva ezzel a tőzsdéknek.

### **2.3.5. Tőzsdék átalakulóban**

Az 1970-es évek vívmánya, a pénzügyi kontraktusok megalkotása robbanásszerű fejlődést hozott a határidős kereskedelemben. Az első ilyen pénzügyi kontraktusokat, a U.S. T-bondot, a részvény és más indexeket a CBOT-ra, az 1898-as alapítású Chicago Mercantile Exchange-re (CME) pedig a különböző devizákat vezették be (**Kozár, 2011**). Az 1982-ben bevezetésre kerülő opciós kereskedelem szintén jelentős innovációnak számított, világszerte számos tőzsde vette át a chicagói technikát.

### **3. sz. ábra: A Chicago Mercantile Exchange épülete, 2015**



**Forrás:**

***[http://oklahomafarmreport.com/wire/news/2015/02/06261\\_CMECloseOpenOutcryFutures020515\\_122916.php#.VI2303YvfIV](http://oklahomafarmreport.com/wire/news/2015/02/06261_CMECloseOpenOutcryFutures020515_122916.php#.VI2303YvfIV)***

Az 1980-as években tapasztalt technikai és digitális változások a kereskedési rendszerek átalakulásában nyilvánultak meg. Tőzsdék tömegei tértek át az



elektronikus kereskedésre, elhagyva a régi, jól bevált nyílt kikiáltásos (open outcry) rendszert (Jaksity, 2003). Szinte az összes azonnali piacon áttértek az új kereskedési rendszerre, kivéve a New York-it és pár kisebb értéktőzsdét. A határidős piacok zöme viszont még a mai napig is a nyílt kikiáltásos rendszert részesítik előnyben.

#### 4. sz. ábra: A New York-i Értéktőzsde (NYSE), 2015



*Forrás: <http://kids.britannica.com/elementary/art-90305/Investors-buy-and-sell-millions-of-securities-at-the-New>*

### 2.4. A tőzsde születése Magyarországon

A XIX. század közepétől kezdve a tőzsdei intézmények fokozatosan kapcsolódtak be és váltak szerves részévé a fejlődő gazdaságoknak. Az amerikai és európai trendekből Magyarország sem tudott és akart kimaradni, hiszen komoly igény mutatkozott egy olyan intézmény létrehozására, ahol helyi kereskedők szabályozott keretek között képesek legyenek lebonyolítani az üzleteket.

#### 2.4.1. Út a tőzsdenyitásig

Az 1840-es években még Werbőczy István Tripartitum néven ismeretes Hármaskönyvében megfogalmazott rendi jogrendszer alapjai működtek, ami nem ismerte a váltó és az értékpapír fogalmát (Korányi és Szeles, 2005). Széchényi István 1830-ban megjelent Hitel című művében már kifejti a magyar gazdaság jövőjével és

teendőivel kapcsolatos nézeteit, a kereskedelem és a pénz fejlődési útjait, és az ehhez nélkülözhetetlen intézményi rendszert szükségességét. A reformkor derekán számos részvénytárság alakult, így már a jövőbeli magyar börze vasúti, pénzügyi és malomipari szektora is képviselte magát. 1837-ben a Pozsony-Nagyszombati Vasút Rt., 1839-ben a Pesti Hengermalom Rt., 1841-ben pedig a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank Rt. jött létre, amik a váltótörvény megalkotásával már hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat bocsáthattak ki.

Európa éléskamrájának tartott Magyarországon azonban sokkal égetőbb kérdést jelentett a központosított gabonakereskedelem szervezett kereteinek létrehozása. 1847-ben már rendszeres találkozókat tartó pesti gabonakereskedők ötleteltek egy állandó intézmény szükségességéről. Az Osztrák Császársággal egyre erősödő gazdasági összefonódás és a krími háború (1853-1856) okozta magyarországi gabonapiaci fellendülés lehetőségeit és kiaknázásának elősegítését felismerve, állami kezdeményezéssel létrejött a Pesti Lloyd Társulat, ami 1854-ben létrehozta székházában a Gabonacsarnokot. Itt, a gabonakereskedők találkozóhelyeként híressé vált helyszínen történtek meg az írásba még nem foglalt teljesítések és üzletkötések. A már előbb említett krími háborúnak köszönhetően ugrásszerűen megnőtt a kereslet a magyar gabona iránt, ami óriási üzletet és bevételt jelentett a termelőknek.

#### **2.4.2. A Pesti Áru- és Értéktőzsde megnyitása**

Az osztrák kormányzat helyi mintára államilag elfogadott gabonatőzsdéket szeretett volna létrehozni a birodalom nagyvárosaiban, többek között Pesten is. A Helytartótanács kérésére a Pesti Lloyd Társulat komplex tervet dolgozott ki egy áru- és értéktőzsde felállítására. A Kochmeister Frigyes vezette bizottság által elkészített tőzsdenyitási terveket a döntéshozók jóváhagyták, így 1864. január 18-án megnyílhatott a Pesti Áru- és Értéktőzsde. A tőzsde első elnöke Kochmeister Frigyes báró lett, aki az intézmény nyitónapján tartott beszédét ezekkel a szavakkal zárta: „A pesti nyilvános áru és értéktőzsdét megnyitottnak jelentem ki, és azt a közfoglalomnak ezennel átadom.”

#### **2.4.3. A tőzsde működése a „boldog békeidők” alatt**

A börze nyitásakor mindössze 17 részvényt és egy záloglevelet, 11 külföldi pénznemet és 9 váltót jegyeztek, ami meglehetősen csekélynek mondható. A kiegyezést követő „gründolási lázban” gomba módra szaporodtak a részvénytársaságok, 1872-ben már

15 ipari és 550 pénzügyi részvénytársaság működött az országban, amik csak úgy vonzották a befektetőket, hatalmas lökést adva ezzel a tőzsdének (**Korányi és Szeles, 2005**).

Az 1873. májusi tőzsdekrach megmutatta, hogy a börzéken történő kereskedési tevékenységgel komoly összegeket veszíthetünk el egyik pillanatról a másikra. A pesti tőzsdén jegyzett értékpapírok kapitalizációja 50 százalékkal esett mindössze egyetlen esztendő alatt. A sokkot követően körülbelül 15 évnek kellett eltelnie ahhoz, hogy a befektetők ismét visszaszivárognak a tőzsdére és hajlandóak legyenek frissen kibocsátott papírokat vásárolni. A századfordulóhoz közeledve a huzamosabb ideig tartó árfolyam növekedést elsősorban a nemzetközi tőzsdei trendek és az ezredfordulót jellemző beruházási kedv felpörgése fűtötték. A XX. század kezdetén a pesti tőzsde egyre nagyobb függetlenségre tett szert, a magyar kötvények pedig már a londoni és párizsi tőzsdéken is komoly népszerűségnek örvendtek. Mindazonáltal a gabonakereskedelem is komoly fejlődési cikluson ment keresztül, az első világháború előtti esztendőben mintegy másfél millió tonnával kereskedtek, így a Budapesti Áru- és Értéktőzsdét (BÁÉT) Európa egyik legnagyobb gabonátőzsdéjeként tartották számon.

#### **5. sz. ábra: A Szabadság-téri Tőzsdepalota, 1905**



*Forrás: <http://mult-kor.hu/cikk.php?id=11406>*

#### **2.4.4. Világháborús időszakok (1914-1946)**

Az első világháború kitörése és annak hatásai csúnyán felforgatták az addigra kialakult tőzsdei és pénzügyi rendszert. A háború miatt elrendelt 3 napos tőzsdezárásból végül

4 év lett, bár a tőzsdén kívüli kereskedés – ha kisebb mértékben is – de folytatódott. A háborút vesztesen befejezve és országunk kétharmadának elvesztése ellenére a tőzsdei forgalom rekordokat döntött, hiszen a gyorsuló inflációtól tartva a szegényedő középosztály is igyekezett részvényekbe fektetni. Az 1924-re felpörgő pénzromlásnak egy 250 millió aranykorona értékű kölcsön és a pengő bevezetése tudott gátat szabni. A vágtató infláció miatti pengősítés komoly veszteségeket okozott a cégeknek és a befektetőknek egyaránt, ami a tőzsdei forgalom durva visszaesésével járt. Az 1929 októberében bekövetkező New York-i tőzsdekrach eleinte elenyésző hatással volt a magyar gazdaságra és ütőerére, ám 1-2 év elteltével viszont politikai és gazdasági összeomlásokhoz vezetett szerte a világban, többek között Európában és Magyarországon is. A növekvő pánik és a bankzárlatok miatt 1931. július 14-én a kormány kénytelen volt bezáratni a tőzsdét, ami 1934. áprilisában nyitott meg újra.

A válságot hosszú évek után kiheverő börze forgalma fokozatosan nőtt, ám a háború kitörése miatti egyre feszültebbé vált politikai helyzet érezte hatását a kereskedésben. A II. világháborúba lépve a nehézipari és hadiipari cégek részvényeinek ára az egekbe szökött, köszönhetően az óriási megrendeléseknek és a várhatóan évekig elhúzódó háborúnak. A tőzsde egészen a budapesti ostrom kezdetéig, 1944. decemberéig működött a háború alatt, majd két évre bezárták. 1946 augusztusában ugyan ismét kinyitott, ám időközben a kommunista párt képviselőivel feltöltött Tőzsdetanács nem tervezett hosszú jövőt az intézménynek.

#### **2.4.5. Négy évtizednyi szünet**

Köztudott, hogy a második világháború követően a kettészakadt öreg kontinensen Magyarország a szovjet érdekszférába került. A kommunista gazdaságpolitika meghonosította a tervutasításos gazdálkodást, és szigorúan elutasította a piacgazdaság rendszerét a magántulajdon védelmével együtt. A szocializmust építő Magyarországon a burzsoácia csökevényeként tekintettek a tőzsdére. Mindezek következménye, hogy azt 1864-ben megalapított Budapesti Áru- és Értéktőzsdére 1948-ban lakat került. Alpár Ignác tervei alapján készült Szabadsági-téri Tőzsdepalotát elkobozták, a részvények és a kötvények értéktelen papírfecnivé lettek, az akkori tőzsdealkuszokat pedig szélnek eresztették.

Az 1980-as években – több mint 30 évnyi tőzsdei szünet után – azonban mintha megváltozott volna valami. 1982-től már megjelenhettek vegyesvállalatok az

országban, kezdetben magyar többségi aránnyal, majd pedig fokozatosan növekvő külföldi tulajdonosi aránnyal is. Szintén ez év decemberétől már engedélyezték szocialista államkötvények és vállalati kötvények kibocsátását. 1986 végére már több mint 200 részvény létezett a szabályozottnak egyáltalán nem mondható piacon. Az 1987-es esztendő nagy változásokat eredményezett. Ebben az évben jött létre a kétszintű bankrendszer, ami egyfajta bankalapítási lázat hozott magával. Ebben az évben mondott le Kádár János, és a pénzügyi összeomlás szélére sodródó országban ebben az évben indult el az adórendszer reformja. Szintén ez év decemberében 22 bank és biztosító, továbbá a Magyar Gazdasági Kamara és a Pénzügyminisztérium aláírásával létrejött az értékpapír-kereskedelmi megállapodás, ami a tőzsdei előkészületek egyik kiemelt lépése volt. **(Korányi és Szeles, 2005).**

#### **2.4.6. Ismételt tőzsdenyitás**

A kommunista rendszer bukása persze nélkülözhetetlen volt a budapesti tőzsde feltámadásához. Az átalakulást gyors és összetett törvényalkotói munka követte, a gazdasági társaságokról szóló törvény és az átalakulási törvény már megágyazott az 1990. március 1-jén elfogadott értékpapírtörvénynek, ami Kelet-Európában az elsők között szabályozta és határozta meg az intézményi és működési feltételeket. Az 1990. június 19-én tartott alapító közgyűlés – 42 bank és bróker cég részvételével – kimondta a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) megalakítását, majd pedig két napra rá, június 21-én megtartották a harmadik Magyar Köztársaság hivatalos tőzsdéjén az első kereskedési napot.

A Budapesti Értéktőzsde 42 év szünet után ismét létre tudott jönni a közös akaratnak és elszántságnak köszönhetően, és azóta is a gazdasági és pénzügyi élet szerves részeként működik. Az 1990-es alapítást követő 25 évben a tőzsde tette a dolgát, hiszen komoly szerepe volt a tőke hatékony áramoltatásában, a helyi értékpapírpiacon bővülésében, a tőkepiaci folyamatok megismerésében, az ezekhez való felzárkózásunkban és a bizalom kialakulásában. A Budapesti Értéktőzsde, mint teljes mértékben független és átlátható szervezet eddig is és ezután is hozzá fog járulni az egész nemzetgazdaság további fejlődéséhez, ahogy tette ezt – kisebb-nagyobb megszakításokkal – az elmúlt 151 esztendőben.

### 3. RÉSZVÉNYEK BEMUTATÁSA ÉS NÉGY MAGYAR PAPÍR ELEMZÉSE

A tőzsdeindexek és a részvények árainak ingadozását kiszámítani teljes pontossággal lehetetlen feladat, hiszen nem kizárólag a gazdasági folyamatok és a számok határozzák meg a befektetők döntéseit.

#### 3.1. Az árfolyamok mozgása és annak okai

A fundamentális és technikai elemzésekkel, múltbeli adatokat vizsgálva nagy valószínűséggel helyesen meghatározhatjuk a piaci trendeket és irányokat, ám a piaci szereplők fejébe, gondolataiba és érzéseibe nem látunk bele, pszichológiai döntéseik kiszámíthatatlanok. Ezért a tőzsde pszichológiáját lehetetlen megérteni. Egyesek a trendekkel ellentétes irányba kereskednek és vesznek fel pozíciókat, mások meghatározó eseményeket figyelmen kívül hagyva parányi, másodlagos híreket és eseményeket nagyítanak fel és ez alapján döntenek.

A tőzsde mindenféle hírre és nyilatkozatra rendkívül érzékeny, pánik és negatív piaci hangulat esetén gyakran csordaszellem lehet úrrá a befektetőkön, ami még nagyobb esésekhez vezethet. A korrekció legtöbbször meredek és gyors esést jelent, amit aztán az árfolyam határozott emelkedése követ. Az indexek zuhanása legtöbbször éles és napon belüli visszaesést jelent, a korrekció viszont jellemzően visszatér, időről időre megfigyelhető piaci reakció. A hosszan tartó, hónapokig lefelé irányuló trendeket (downtrend) a tőzsdei szakzsargon medve piacnak (bear market) nevezi, tartósan felfelé irányuló trendet (uptrend) látva viszont bika piacról (bull market) beszélhetünk.

##### 3.1.1. Mi a részvény?

Ha egy adott cégben vagy nagyvállalatban tulajdonjogot vagy egyéb jogokat szeretnénk birtokolni, akkor azt legegyszerűbben részvények vásárlásával tehetjük meg, hiszen a részvény az adott vállalat egy parányi darabját jelképezi (**Sharon, 2009**). A vállalat által kibocsátott részvényt megvásárolva tulajdonrészt szerezhethetünk, így részvényessé és résztulajdonossá válunk. Ez persze számos előnnyel és hátránnyal is járhat. Egy emelkedő trend, vagy egy pozitív negyedéves jelentés miatt az árfolyam emelkedéséből profitálhatunk, nem beszélve egy esetleges osztalékfizetésről, viszont egy medvepiac esetében a hosszan tartó árfolyamesés, vagy egy komoly korrekció bekövetkezése miatt tőkénk bizonyos részét el is veszíthetjük. A részvények természetesen fokozott befektetési kockázatot hordoznak magukban. Azoknak a

befektetők érdekes részvényekbe fektetni, akik a magasabb hozamért cserébe nagyobb kockázatot is hajlandóak vállalni.

### 3.1.2. A részvények fajtái

A részvényeknek több típusát különböztetjük meg (**Sharon, 2009**):

- Blue chip részvények
- Növekedési részvény
- Új kibocsátások
- Filléres részvények
- Globális vagy amerikai letéti jegy (GDR/ADR – Global/American depository receipt)

A blue chipet jelentik az adott ország legnagyobb és legerősebb vállalatának részvényeit. Ezek a tőzsde legnagyobb forgalmú, legnagyobb piaci kapitalizációval rendelkező és leglikvidebb vállalatának papírjai. A Budapesti Értéktőzsde blue chipjei között említhetjük a Magyar Telekom, a MOL, az OTP és a Richter részvényeit, hiszen a BUX-index kosarát tekintve ez a négy cég adja a kosár súlyának 95%-át. Az amerikai blue chipet pedig olyan, világszerte jól ismert nagyvállalatok jelentik, mint például az Apple, a Chevron, a Coca-Cola, a General Electric, a McDonald's vagy a Wal-Mart.

A növekedési részvényeket azok az ígéretes jövővel rendelkező, ám kisebb méretű cégek bocsátanak ki, akik nem rendelkeznek komolyabb tőkével a további terjeszkedéshez és növekedéshez, így részvénykibocsátással plusz forráshoz tudnak jutni a piacról, amit beruházásokra fordíthatnak.

Új kibocsátásnak nevezzük egy adott cég részvényeinek elsődleges nyilvános tőzsdei forgalomba hozatalát (IPO – Initial Public Offering). Az IPO során egy korábban zártkörűen működő részvénytárság papírja széles körűen elérhetővé válik a tőzsdéken. A világ legnagyobb – 25 milliárd dolláros – tőzsdei bevezetése a kínai Alibaba e-kereskedelemmel foglalkozó cég nevéhez köthető.

## 6. sz. ábra: A világ legnagyobb részvénykibocsátásai milliárd dollárban



**Forrás:** [http://m.origo.hu/t\\_mobile/infototo/20150320-letaszithatjak-tronjarol-az-alibabat.html](http://m.origo.hu/t_mobile/infototo/20150320-letaszithatjak-tronjarol-az-alibabat.html)

A pár dollár alatti részvények papírjait filléres, vagy más néven penny-s részvényeknek hívjuk, amikkel leginkább a tengerentúlon találkozhatunk. Ezek a részvények a futottak még kategóriába tartoznak, piacuk illikvid, az itt jegyzett cégek semmiféle adatközlési kötelezettséggel nem rendelkeznek, így a befektetőknek nehéz a céggel kapcsolatos hiteles információkhoz hozzájutni. Ez a piac a csalások melegágya, ezeket a papírokat érdemes elkerülni.

A globális vagy amerikai letéti jegy (GRD vagy ADR) olyan részvényt takar, amit a vállalat nem a saját országában, hanem egy másik országban bocsát ki azzal a céllal, hogy a cég nemzetközi befektetőket találjon. A Magyar Telekom anno ezt az utat választotta annak érdekében, hogy elérje a külföldi befektetőket, hiszen a kibocsátás során megállapodást kötött a Merrill Lynch Bankházzal, aki elősegítette a részvények megismerését és értékesítését a globális piacokon. Így a Merrill Lynch létrehozhatta és kibocsáthatta a Magyar Telekom részvények globális letéti jegyeit, és azokat értékesítette a külföldi befektetőknek.

### 3.1.3. Az általam elemzett részvények

A Budapesti Értéktőzsde bemutatását a tőzsdén jegyzett négy vezető részvény elmúlt tíz évében történt komoly és érdekes árfolyamváltozásainak elemzésével szeretném



elősegíteni. Választásom a Magyar Telekom, a MOL, az OTP és a Richter részvényeire esett, hiszen mind a négy magyar nagyvállalat huzamosabb ideje jelen van a tőzsdén. Emellett komoly nemzetgazdasági jelentőséggel bírnak, hiszen országszerte több tízezer embert foglalkoztatnak, jelentős adófizetők, több ezer milliárdos árbevételre tesznek szert, aktívan támogatják a környezetvédelem iránti törekvéseket, a kultúrát, a sportot és különböző társadalmi csoportokat. Eredményességükkel és tevékenységükkel hozzájárulnak az egész ország sikeréhez.

### **3.2. Az OTP Bank bemutatása**

A mai OTP Bank jogelődje 1949. március 1-jén Országos Takarékpénztár Nemzeti Vállalat néven jött létre. A szocializmus évtizedeiben fokozatosan bővült a tevékenységi köre, hiszen a kezdeti lakossági betétgyűjtés és hitelnyújtás az 1970-es években kiegészült a tanácsok pénzügyinek kezelésével, majd az 1980-as években vállalati pénzügyi szolgáltatások nyújtásával.

A rendszerváltás mérföldkő a pénzintézet életében, hiszen az OTP Bank részvénytársasággá alakult. Ezzel párhuzamosan létrejöttek a leányvállalatok a nem banki területek leválasztásával, külön megjelentek az alapkezelési, a lízing, a faktoring a nyugdíj- és egészségpénztári szolgáltatások. A kilencvenes években végbement integrált vállalatirányítási és számítástechnikai fejlesztéseknek köszönhetően megnyílt az út egy magasabb szintű termék- és szolgáltatásfejlesztés irányába, ami hatékonyabb működést és nagyobb versenyképességet biztosított a vállalatnak.

Az évtized közepén tőzsdére vitték a céget. 1995. augusztus 10-én a Budapesti Értéktőzsde részvénykínálata egy olyan blue chippel gyarapodott, ami a mai napig megtalálható BUX index kosarában. Az OTP Bank 1000 forintos részvényeiből 28 millió darabot bocsátott ki 11,2 milliárd forint értékben, mely során a magyar államnak 9,4 millió darabot sikerült eladnia zömében külföldi befektetőknek. A bevezetést követően a bankpapír vált a börze leglikvidebb papírává, annak ellenére, hogy 1995 végéig az árfolyam szinte állandóan a kibocsátási ár alatt volt.

A kilencvenes évek végén a bank privatizációja sikerrel befejeződött, melynek eredményeképp a részvények magánszemélyekhez, illetve magyar és külföldi intézményi befektetőkhez kerültek. A kétezres években indított külföldi terjeszkedésnek köszönhetően 2002-ben Szlovákiában, 2003-ban Bulgáriában, 2004-

ben Romániában, 2005-ben Horvátországban, a 2006-os esztendőben pedig Oroszországban, Montenegróban, Ukrajnában és Szerbiában hajtott végre felvásárlásokat, amivel régiós szereplővé vált. A bankcsoport 2007-ben megújította egységes arculatát a térségbeli expanzióra és a nemzetközi nagyvállalati jellegre hivatkozva, mellyel együtt a pénzügyi logója is megváltozott.

### 7. sz. ábra: Az OTP Bank logótörténete



1953-1954



1954-1959



1950-1970-es évek



1980-as évek



1991-től



2007-től

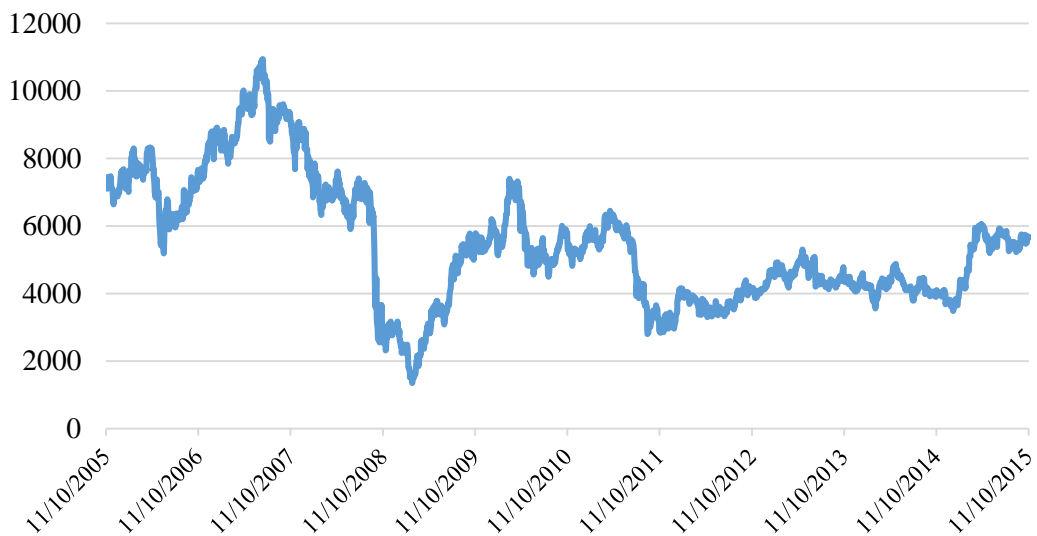
**Forrás:** <https://www.otpbank.hu/portal/hu/Rolunk/Tortenet>

Jelenleg az OTP Csoport tekinthető Magyarország legnagyobb pénzügyi szolgáltatásokat végző csoportjának. Magyarországgal együtt 9 országban van jelen a térségben, ahol univerzális banki és biztosítási szolgáltatásokat nyújt 12,2 millió ügyfelének több mint 1500 bankfiókjában.

### 3.3. Az OTP árfolyamának elemzése

Az OTP részvényárfolyamának jelentősebb változásait emelném ki és elemezném az elmúlt tíz évből. Külön megvizsgálom a 2008/2009-es világgazdasági válság hatásait, a 2011-ben bekövetkező árfolyamesést, illetve a 2015-ös év első öt hónapjában tapasztalt rallyt, aminek eredményeképp körülbelül hetven százalékkal emelkedett a részvényárfolyam.

#### 8. sz. ábra: Az OTP Bank részvényárfolyamának alakulása 2005 és 2015 között



*Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján*

#### 3.3.1. A válság időszaka

2008 szeptemberében már a hátunk mögött éreztük a nehéz időket, hiszen az amerikai jelzáloghitel-válság (subprime-válság) kirobbanása óta eltelt egy-másfél évben a vezető részvényindexek 15-20 százalékos esést produkáltak, az OTP papírjait viszont ennél is erőteljesebben érintette a bizonytalanság. A 2007 közepi 11000 forint körüli értékről egészen 6500 forintig esett az árfolyam. Sok befektető a hosszan tartó fokozatos csökkenés után vételi lehetőséget látott az OTP papírjaiban, a válság viszont keresztülhúzta a számításaikat.

A Lehman Brothers amerikai befektetési bank 2008. szeptember 15-i csődje felfordulást hozott a tőkepiacokon. A pánik világméretűvé dagadt, ami az öreg kontinenst és Magyarországot is csúnyán érintette. Október 6-án az OTP részvényei 11 százalékos esést szenvedtek, 5610 forinton zárva a kereskedést. Két napra rá, október 8-án már csak 4500 forintot értek a részvények, a kereskedést gyakran felfüggesztették a napon

belüli jelentős árfolyam elmozdulás miatt. Urbán László vezérigazgató helyettes aznap úgy nyilatkozott, hogy az OTP túlélő üzemmódban van és arra törekszik, hogy pénzügyi stabilitást biztosítva átvészelve a válságos időszakot. Mondatai nem nyugtatták meg a részvényeseket, továbbra is erős eladói nyomás bontakozott ki. Október 9-én folytatódott a lejtmenet a tőzsdéken, az OTP 22 százalékos esést szenvedett el egyetlen nap alatt, a piaci szereplők értetlenkedve nézték az árfolyamokat.

Meg nem erősített piaci pletykák kaptak szárnyra, sokan egy óriási piaci szereplő támadásáról, mások az OTP végnapjairól beszéltek. Csányi Sándor OTP vezér próbálta nyugtatni a befektetőket és cáfolta a bankról keringő pletykákat. Később bebizonyosodott, hogy a magyar származású Soros György alapította Soros Fund Management LLC aznap 251 ezer darab OTP részvényt adott el a kereskedési nap végén, ami több, mint 9 százalékos esést eredményezett. Soros cége a tranzakcióval mintegy 675 ezer dollárra tehetett szert, ám a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) által lezárt vizsgálat kimutatta, hogy a Soros Fund Management LLC megsértette a piacbefolyásolás tilalmával kapcsolatos előírásokat, így az 489 millió forintra bírságolták a hatóságok.

Október 10-én pénteken a bankpapírok 6,6 százalékos veszítettek értékükből, a hetet pedig 43 százalékos eséssel zárták, a hét eleji 6300 forintról egészen 3600 forintig estek. A többi régiós pénzintézethez képest az OTP kimagaslóan jó eredménytermelő képességgel rendelkezett, ám még így is az egyik legalulértékelt volt versenytársaihoz képest. A magyar kormány időközben állami garanciavállalást ajánlott az OTP bankközi hitelfelvételeire, de a bank stabil tőkehelyzete lévén ezt visszautasította. Október 27-re a papír értéke 2300 forintra esett annak ellenére, hogy a bank sajtóközleményeiben folyamatosan nyugtatta a befektetőket. A pénzintézet és vezetői végül saját részvény vásárlásokba kezdtek, amik egy-egy nap erejéig megnyugtatták a piacot.

2009 március 6-a fekete péntekként maradt meg az OTP részvényesei körében, hiszen a papír elérte az 1232 forintos történelmi mélypontját. Piaci pletykák szerint az orosz Sberbank ekkor fel kívánta vásárolni a meglehetősen olcsóvá vált OTP-t, de az üzlet végül nem kötött meg.

**9. sz. ábra: Az OTP részvényárfolyamának alakulása 2008. szeptember 15. és 2009. március 6. között**



***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

A válság enyhülésével és az idő múltával a bank részvényei fokozatos és tartós erősödésbe kapcsoltak, egy-másfél év leforgása alatt az árfolyam visszatért a 2008. októberi lejtmenet előtti szintekre. A befektetők visszatértek és ismét fantáziát láttak a papírokbán, ám a válság megmutatta, hogy a piaci pletykák és a romló nemzetközi pénzügyi hangulat közepette egy stabil, tőkeerős és likvid pénzintézményben sem bíznak a részvényesek.

### **3.3.2. A 2011-es korrekció**

A következőkben a 2011-es esztendő második felében bekövetkező árfolyamesést mutatom be, melynek során az OTP papírjainak értéke kevesebb, mint öt hónap alatt megfeleződött, hiszen 6000 forintos értékről 3000 forint alá esett.

Az év eleje kifejezetten jól indult a magas tőkemegfelelési mutatóval bíró bank szempontjából. A térségbeli pénzintézetek papírjaihoz képest jócskán felülteljesített, így az olcsónak számító papír mágnesként vonzotta a befektetőket, ráadásul Magyarország csökkenő országhoz tartozó felára (CDS-felár) és az optimista GDP növekedési kilátások miatt is fokozódott a kereslet. A részvények árfolyama ekkor 6000 forint környékén mozgott.

Tavasszal azonban elromlott a hangulat és több negatív hír is érkezett. Kiderült, hogy a pénzügyi szervezetek különadója (bankadó) a korábbi ígéretekkel ellentétben mégsem feleződik meg. Májusban az európai adósságválsággal kapcsolatos félelmek csak tetézték a devizahiteles mentőcsomag körüli bizonytalanságokat, nyáron pedig a CHF/HUF árfolyam 270-es szint fölé emelkedésével megnőtt a nem teljesítő hitelek száma, ami a céltartalék képzésével csökkenti a bank profitabilitását. A 6000 forintos szintről augusztus elejére 4000 forint alá esett az árfolyam. A kormány szeptember közepi bejelentése – miszerint fix, kedvezményes árfolyamon lehetővé tennék a devizaalapú hitelek egy összegben történő végtörlesztését – komoly eladói nyomást váltott ki, aznap fel is függesztették a kereskedést az OTP papírjaival. A hónap végén már jócskán 3000 forint alatt tanyázott az árfolyam, így a részvények öt hónap alatt több, mint 50 százalékot veszítettek értékükből.

### **3.3.3. Az idei év rallyja**

Végül pedig az idei év első öt hónapjában rallyzó OTP árfolyamát mutatnám be. A papír árfolyama év elején még csak 3500 forintos szinteken mozgott, ami május végére elérte az 5800 forintos magasságot, ami körülbelül 70 százalékos emelkedésnek felel meg. Április utolsó napjára négy éves csúcsra ért az árfolyam, hiszen aznap délután már 6116 forinton is jegyezték a papírokat. Az erősödő vevői oldal megjelenése leginkább a pozitív magyar és nemzetközi piaci hangulatnak volt köszönhető. Nemzetközi hitelminősítők javítottak az ország adósbesorolásán, így már elérhető közelségbe került Magyarország befektetésre ajánlott kategóriába kerülése. Az állam és a bankok közötti javuló viszony és a kamatadó csökkentésének kilátásba helyezése is lökést adott a részvényárfolyam emelkedésének, nem beszélve a májusban publikált pozitív negyedével jelentésről, ami a költségek lefaragásáról és növekvő profitról számolt be, így az elemzői várakozásokat ismét sikerült felülmúlta az OTP-nek.

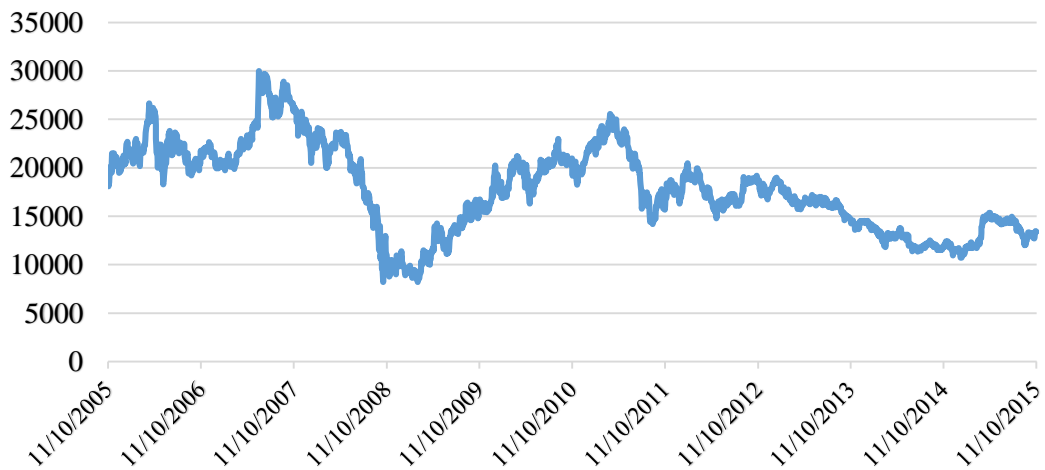
### 3.4. A MOL bemutatása

A Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. (MOL Magyarország) Magyarország legnagyobb energiaipari vállalata. Az ötszáz legnagyobb árbevételű hazai cégek között az első helyet foglalja el, hiszen 2014-ben 4866 milliárd forintos árbevétellel rendelkezett. A MOL Magyarország a nemzetközi MOL GROUP tagja, ami Közép- és Kelet Európa vezető olajipari vállalata. A MOL Magyarország jogelődje az 1957-es alapítású Országos Kőolaj- és Gázipari Tröszt (OKGT) volt, mely a rendszerváltásig működött. Az 1991-ben létrejövő MOL Rt. kinőtte magát, napjainkban a térség legnagyobb multinacionális vállalatoként tevékenykedik. A MOL Csoport összesen 40 országban van jelen 27500 munkavállalóval. A MOL Magyarországon évente mintegy 100 milliárd forintot költ beruházásokra, 8000 embert foglalkoztat és 7,5 millió tonna terméket állít elő. 363 töltőállomással rendelkezik országszerte, évente fél milliárd forinttal támogat öt magyarországi egyetemet, két milliárd forintot költ kultúrára és sportra.

### 3.5. A MOL árfolyamának elemzése

A MOL 1995. november 28-án vezette be papírjait 1105 forintos áron a Budapesti Értéktőzsdére. Az azóta eltelt 20 év és az általam vizsgált tíz esztendő jelentős árfolyamváltozásai sok izgalmat hoztak a vállalat életében. Bebizonyosodott, hogy a részvényárfolyamok nagyarányú változását – legyen az növekvő vagy eső – a felvásárlásokkal kapcsolatos spekulációk, hírek és pletykák, és az azt követő állami reakciók és beavatkozások váltják ki leginkább.

#### 10. sz. ábra: A MOL részvényárfolyamának alakulása 2005 és 2015 között



*Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján*

### **3.5.1. Az OMV-sztori**

Az OMV (Österreichischen Mineralölverwaltung Aktiengesellschaft) osztrák olajipari cég 2007. június 25-én jelentette be, hogy egy milliárd euró értékben újabb 8,6 százaléknyi MOL részvényt vásárolt, így 10 százalékról 18,6 százalékra tornázta fel a magyar vállalatban lévő részesedését, és további együttműködési és egyesülési megállapításokat tett, ami potenciális felvásárlási szándékot jelentett. A magyar olajcég üdvözölte az OMV lépéseit, miszerint vonzó befektetésnek tartja a vállalat részvényeit, azonban leszögezte, hogy a továbbiakban is saját stratégiájának megvalósítására törekszik, és nem kíván ilyen irányú egyeztetéseket folytatni.

A MOL árfolyama ekkor 30000 forintos szint közelében tartózkodott, ami több éves csúcsnak felelt meg. Ebben persze közrejátszottak az akkori magas nyersanyagárak és fokozatosan növekvő kereslet, amit a pozitív világgazdasági kilátások segítettek. Az OMV viszont nem adta fel, továbbra is célja volt a MOL többségi tulajdonának megszerzése. 2007. szeptember 25-én kiadott szándéknyilatkozatában jelezte, hogy vételi ajánlatot tesznek részvényenkénti 32000 forintos áron. Érdekességképp, aznap 27930 forinton zárt a papír, így a 32000 forintos ár gáláns ajánlatnak tűnt.

A MOL és az OMV harcából végül a politika sem maradt ki. Az OMV részvényesei közé tartozó osztrák állam intenzív lobbitevékenységet folytatott a felvásárlás mellett. Erre a magyar Országgyűlés egy olyan törvényt fogadott el, ami megnehezíti egyes külföldi befektetők számára a stratégiailag fontos magyar vállalatokban történő többségi részesedés növelését. A jogszabály „lex Mol” néven vált ismertté. Végül az osztrákok 2008 augusztus 6-án visszavonták felvásárlási ajánlatukat, így a vállalat beismerte, hogy elképzeléseik kudarcot vallottak. Ezen a napon a MOL részvények 18175 forinton zárták a kereskedést, és ekkor már 10000 forinttal kevesebbet értek, mint a vételi ajánlat idején. Az OMV végül 2009. március 30-án bejelentette, hogy eladja az akkor már 21,2 százalékra hízott részesedést az orosz Szurgutnyeftyegez társaságnak 1,4 milliárd euróért, részvényenként csaknem 20000 forintért úgy, hogy egy MOL részvény a pénteki záró árfolyam szerint 9940 forintot ért. Így az osztrákok végleg kiszálltak a MOL-ból.

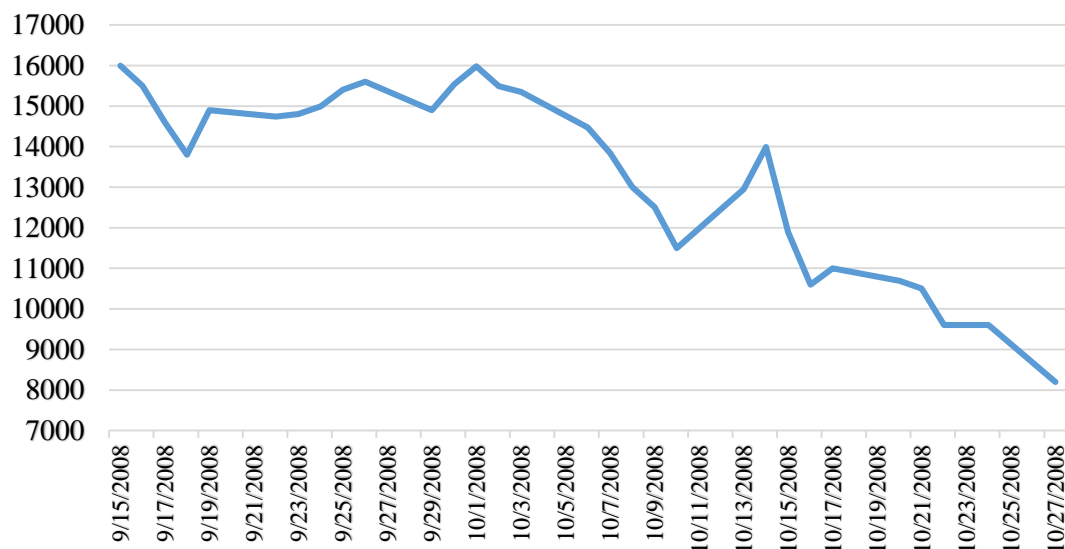
### **3.5.2. A 2008-as recesszió hatása az árfolyamra**

A MOL árfolyama 2005 decemberétől egészen 2008. augusztusáig húsz és harminc ezer forintos szintek között mozgott. A Lehman-válság kitörése és azt követő piaci



folyamatok súlyosan érintették az amúgy sem jó állapotban lévő magyar gazdaságot és részvénypiacát. A romló nemzetközi tőkepiaci hangulat, a vállalati elbocsátások növekvő munkanélküliséget okoztak, ami a nyersanyagok iránti kereslet csökkenésével, ezáltal az olajárak esésével járt. Az olajipari cég árfolyama erősen konjunktúrafüggő, hiszen jóval kevesebb üzemanyag fogy a recesszió közepette. Nem csoda, hogy a válság hatásai azonnal megjelentek a részvényárfolyamokban. 2008 júliusában még 20000 forintot érő papír az október végéig 60 százalékot esett, 8000 forint körül fejezve be a hónapot.

**11. sz. ábra: A MOL részvényárfolyamának alakulása 2008. szeptember 15. és 2008. október 27. között**



*Forrás: Sajtó, Bloomberg adatbázis alapján*

A részvényárfolyam jól tükrözi a magyar gazdaság akkori instabilitását, hiszen 2008 októberében a magyar kormány 25 milliárd dolláros készenléti hitelt kért a Nemzetközi Valutaalaptól, hogy elkerülje az államcsődöt, a nemzetközi hitelminősítők pedig egyaránt rontottak Magyarország adósszételyzeti besorolásán.

### 3.5.3. Az INA-botrány hatásai

A MOL papírjainak árfolyamváltozása bőven tartogatott érdekességet a 2011. májusától 2011. szeptemberéig tartó időszakban. A vizsgált öt hónap alatt ugyanis komoly árfolyamcsökkenés bontakozott ki. A 2011. május 2-án még 25000 forintos árfolyamon zárt a részvény, viszont szeptember 22-én már csak 14200 forinton kereskedtek vele, így 43 százalékos esést könyvelhetett el, ráadásul csak májusban 18

százalékot veszítettek értékükből, így 440 milliárd forinttal kevesebbet ért a vállalat már az adott hónap végén.

Ez az időszak egybeesik a MOL-INA korrupciós botrány kirobbanásával. 2011. május 23-án a horvát piaci felügyelet eljárást indított a MOL ellen csalás és piaci manipuláció vádjával, mert a horvát kormány álláspontja szerint a magyar nagyvállalat „titokban” a horvát olajcég papírjainak több mint 50 százalékos megszerzésén dolgozott. A nyomozás során felmerülő gyanú szerint Ivo Sander 2003 és 2009 júliusa között hatalmon lévő horvát miniszterelnök tízmillió euró értékben kenőpénzt fogadott el a MOL-tól azért, hogy különböző irányítási jogokat szerezzen az INA-ban. Az ügyészség a MOL elnök-vezérigazgatóját, Hernádi Zsoltot vesztegetéssel gyanúsította meg, aki ellen Interpol-körözést és európai elfogatóparancsot adtak ki. A MOL papírok iránti bizalmatlanságot a korrupciós hírek napirenden tartásáig érezni lehetett.

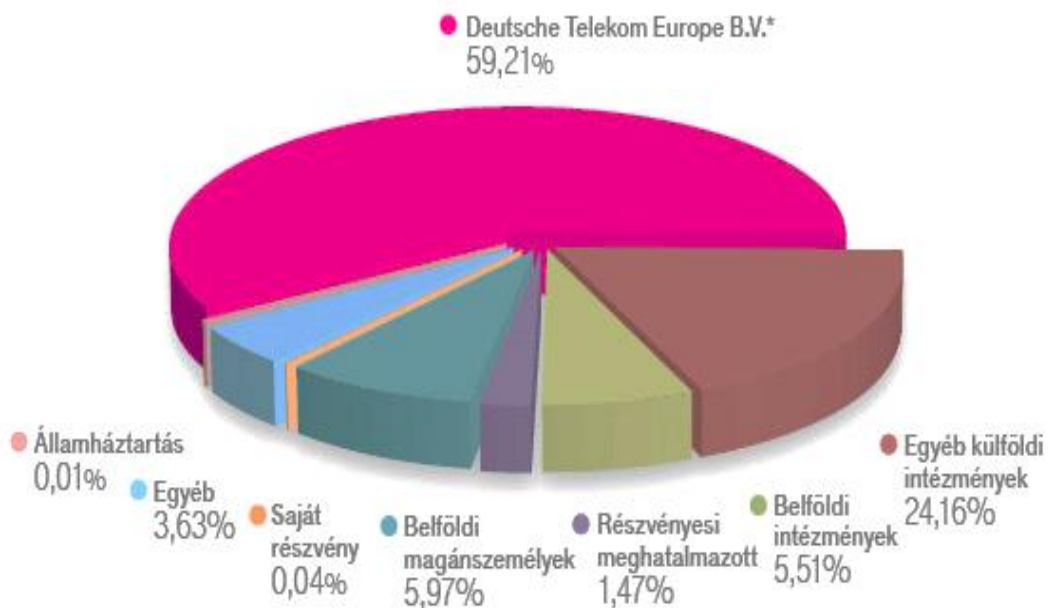
A befektetőket ugyanakkor egy másik kockázati tényező is bizonytalanná tette ezekben a hónapokban. Mégpedig az, hogy a kormány május 24-én bejelentette a MOL 21,2 százalékos pakettjének megvételét a Szurgutnyeftegaztól 500 milliárd forint értékben, amit az Országgyűlés június 20-án jóvá is hagyott. A részvényesek hosszú távú aggodalmai szerint ugyanis jelentő kockázat származhat abból, ha a kormány tagjai vezető pozíciókat szereznek a MOL irányító és döntéshozó testületeiben, ami miatt olyan döntések szülehetnek, amiket nem a szakmai és gazdasági szempontok vezérelnek. Így a hosszú távú üzleti célok helyett rövid távú politikai érdekek érvényesülhetnek, amik a legkevesbé sem szolgálják az olajvállalat stratégiai célkitűzéseit. Ezek azok az okok és félelmek, amik miatt a vizsgált időszakban bizonytalanság övezte a MOL részvényeibe történő befektetést.

### **3.6. A Magyar Telekom bemutatása**

A Magyar Telekom Távközlési Nyrt. (MT) Magyarország vezető távközlési és telekommunikációs vállalata. A cég tele- és infokommunikációs szolgáltatásokat nyújt lakossági, kis-, közép- és nagyvállalatok, közigazgatási és intézményi ügyfeleinek számára. Magyarország hetedik legnagyobb cége árbevétel szempontjából, 2014-es adatok szerint 626 milliárd forintos árbevételre tett szert.

A cég 1991. december 31-én alakult meg Magyar Távközlési Rt. (Matáv) néven. Részvényeinek tőzsdei bevezetésére 1997. november 14-én került sor, viszont nem csak a Budapesti Értéktőzsdén, hanem a New York-i Értéktőzsdén is lehetett Matáv papírokat vásárolni, így ez a közép európai vállalat lett az első, amelynek papírjait amerikai értéktőzsdén is jegyezték. 2000. július 3-án a Deutsche Telekom többségi tulajdont szerzett a cégben, részesedését 59,52 százalékra növelve. Egy nemzetközi stratégia elindításával és a „T” márka bevezetésével a 2005-ös esztendőben a Matáv nevet elhagyva Magyar Telekom (MT) névre változott a cég neve. Jelenleg 47 százalékos piaci részesedéssel az első helyen áll a magyar mobilpiacon, a vezetékes csatornákat tekintve a piac 57 százalékát uralja, a széles sávú internet szolgáltatásokban 35,7 százalékkal szintén piacvezető.

**12. sz. ábra: A Magyar Telekom tulajdonosi szerkezete 2015. március 31-én**



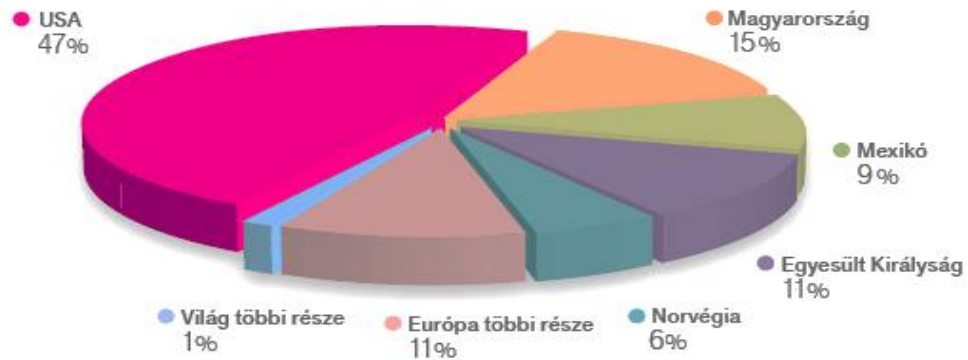
Az adatok a Társaság részvénykönyvének 2015. március 31-ei állapotát tükrözik.

\*A Deutsche Telekom Europe B.V. (korábbi nevén: CMobil B.V.) 100%-os tulajdonosa a Deutsche Telekom Europe Holding B. V., amelynek 100%-os tulajdonosa a Deutsche Telekom Europe Holding GmbH (korábbi nevén a T-Mobile Global Holding Nr. 2 GmbH), amelynek 100%-os tulajdonosa a Deutsche Telekom AG, így a Deutsche Telekom AG a Magyar Telekom Nyrt-ben 59,21%-os közvetett tulajdonosi részesedéssel illetve szavazati joggal rendelkezik.

**Forrás:**

**[http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar\\_telekom\\_reszveny/tulajdonosi\\_szerkezet](http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar_telekom_reszveny/tulajdonosi_szerkezet)**

**13. sz. ábra: A Magyar Telekom azonosított intézményi befektetőinek földrajzi megoszlása 2015. júniusában**



Az adatok a Nasdaq által készített, 2015. júniusi állapotot mutató részvényesi azonosítási jelentéséből származnak.

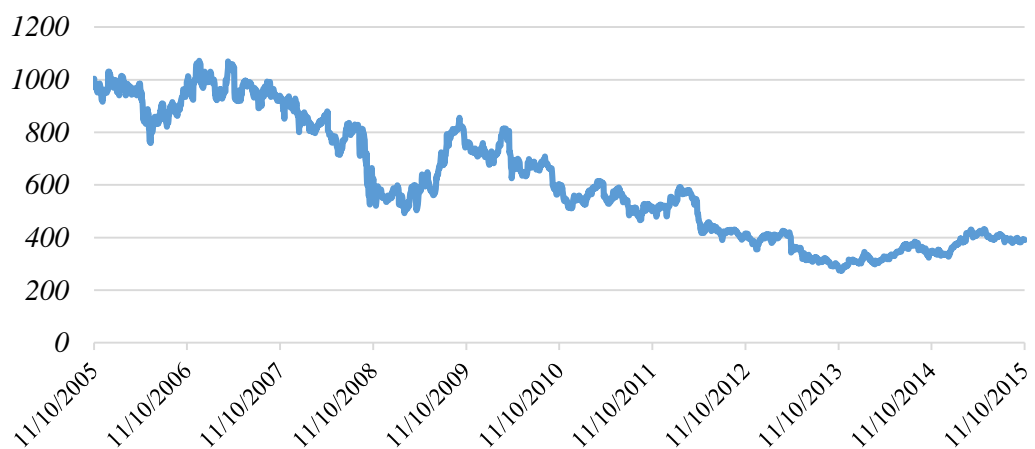
**Forrás:**

**[http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar\\_telekom\\_reszveny/tulajdonosi\\_szerkezet](http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar_telekom_reszveny/tulajdonosi_szerkezet)**

### 3.7. A Magyar Telekom árfolyamának elemzése

A Magyar Telekom papírjainak elmúlt tíz évben történt árfolyamváltozásaiból két időszakot szeretnék kiemelni. Az egyik a 2008 őszén kitört válság és az azt követő pár hónap, a másik pedig a 2009-es év végétől 2013 végéig tartó folyamatos lecsorgás.

**14. sz. ábra: A Magyar Telekom részvényárfolyamának alakulása 2005 és 2015 között**



**Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján**

### **3.7.1. A válság hatása a Magyar Telekom papírjaira**

Az OTP és a MOL árfolyamainak elemzése során beláttuk, hogy a 2008-as válság Magyarország legnagyobb és legstabilabb lábon álló cégeinek papírjait sem kímélte. Ez a Magyar Telekommal is így történt, annak ellenére, hogy a legerősebb, blue chip részvények között tartják számon, jelenleg a BUX index kosarában 10,39 százalékos súlyt képviselve.

A Magyar Telekom részvényárfolyama az elmúlt tíz évet vizsgálva 2007. májusában 1059 forintos rekord magasságokba emelkedett. Azt követő egy esztendőben a papírok fokozatosan veszítettek értékükből, 800 forintos szintre csorgott az árfolyam. A 2008-as őszi válság ekkor ütött be. A 2008. szeptember 1-jén mért 825 forintos záró árfolyamot szűk három hónap elteltével a brókerek már visszasírták volna. November 20-án 521 forinton fejezték be a kereskedést a MT papírokkal, ami 36 százalékos esésnek felel meg a szeptemberi kiinduló értékhez képest. Azonban a Magyar Telekom részvényesei még mindig jobban jártak ezzel a papírral, mintha OTP-t vagy MOL-t birtokoltak volna, hiszen az olajipari vállalat részvényeinek ára 60 százalékkal, a bankpapír árfolyama pedig 67 százalékot veszített értékéből 2008 szeptembere és 2008 november vége közötti időszakban.

A mindössze 36 százalékos esés oka több mindennel magyarázható. A 2007-es évben elindított költségcsökkentési programokkal a kiadások lefaragását sikerülhetett elérni, így a válság kirobbanásakor már nem kellett radikálisan hozzányúlni a kiadási oldalhoz. Másrészt a telekommunikációs szektor cégei válságállóbbnak bizonyultak más iparágban tevékenykedő vállalatokkal szemben, ugyanis a távközlési cégek stabilabb bevételekkel rendelkeznek, mint a pénzügyi szolgáltatók, az autógyárak, vagy az olajipari cégek, amiket a válságban tapasztalt csökkenő olajárak különösen megviselnek. A távközlési vállalatok legtöbbször globális piacon vannak jelen, a szektoron belüli nagy verseny és a sok iparági szereplő miatt egy darabig késleltethetik ugyan beruházásaikat, de hosszú távon versenyhátrányba kerülnének. Ráadásul kimutatások szerint recesszió közepette az emberek a napi fogyasztási cikkek vásárlását fogják vissza, és nem pedig a telekommunikációs szolgáltatásokon spórolnak.

### **3.7.2. A négy éven át tartó fokozatos lecsorgás**

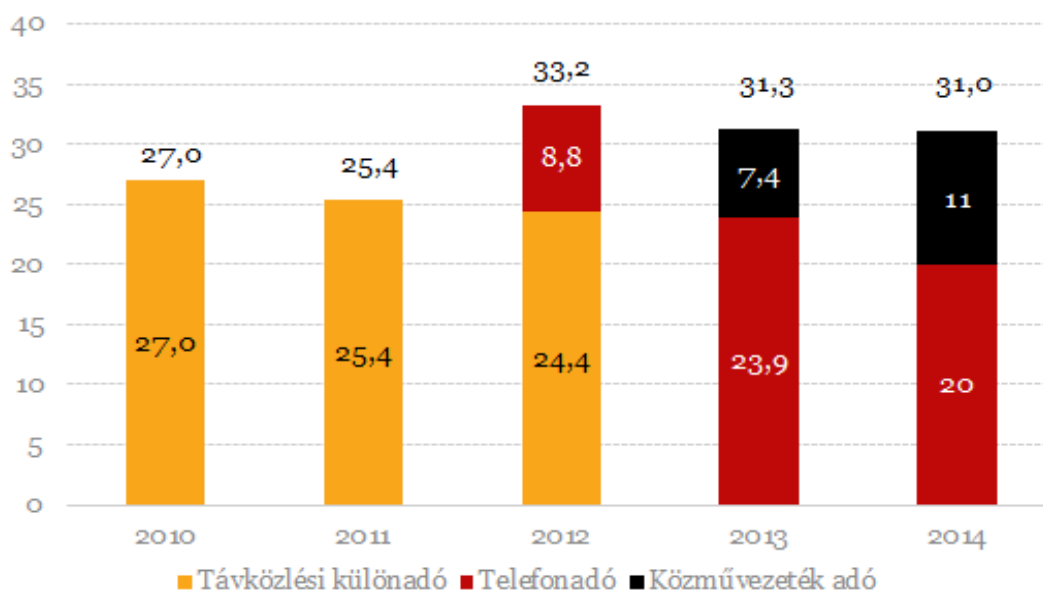
A Magyar Telekom árfolyamáról elmondható, hogy a gazdasági világválság kirobbanásakor tapasztalt komolyabb esést leszámítva nem igazán jellemezték nagyobb és hirtelen ugrások, hanem inkább lassú és fokozatos lecsorgás volt tapasztalható.

Erre bizonyítékként szolgál a 2009 októberétől 2013 novemberéig tartó, több mint négy éves folyamatos lecsorgás. A négy éves időszak elején, október 14-én 855 forinton zárt az árfolyam, innen fokozatos csökkenést követően minden évben alacsonyabb áron kereskedtek a papírokkal. Négy év alatt a részvények elveszítették 2011 októberi értékük 66 százalékát, így 2013. novemberében már csak 275 forintot értek. Bár hirtelen végbemenő nagy esések és a kereskedést felfüggesztő zuhanások nem történtek, az általam vizsgált elmúlt tíz év legalacsonyabb szintjére csorgott az árfolyam. Átlagban a részvények évente 24 százalékot veszítettek értékükből a vizsgált négy év alatt.

A Magyar Telekom papírok árára minden bizonnyal negatív hatással volt a 2010 októberében – a kormány által – kivetett távközlési különadó. A válságadó részeként 3 éven keresztül évi 61 milliárd forintos bevételt remélt az állam az érintett cégektől. Ez úgy jött ki, hogy az ötmilliárd forint árbevétel fölötti rész 6,5 százalékát kellett befizetni adóként. A válságot épp hogy átvészelve, a gazdasági növekedés és a lakossági fogyasztás beindulását váró érintett piaci szereplők aggodalmaiknak adtak hangot, beruházásaik felülvizsgálatát és azok elhalasztását emlegetve. A Magyar Telekom 2010-ben 27 milliárd, 2011-ben 25,4 milliárd, 2012-ben pedig 33,2 milliárd forintot fizetett be az államkasszába. Az eredetileg három évre tervezett különadót meghosszabbították, így 2013-ban és 2014-ben is 31,3 milliárd és 31 milliárd forint került befizetésre.

A vállalat a több éves trendet megszakítva a 2013-as és 2014-es gazdasági év után nem fizetett osztalékot a részvényeseknek a különadóra hivatkozva, viszont a 2015-ös év alakulását és kilátásait tekintve az idei évre minimum 15 forintos osztalék várható a cég igazgatósága szerint. A különadó ellenére viszont rendre nyereséges maradt a vállalat, amelynek összegét az eredménytartalékba helyezte.

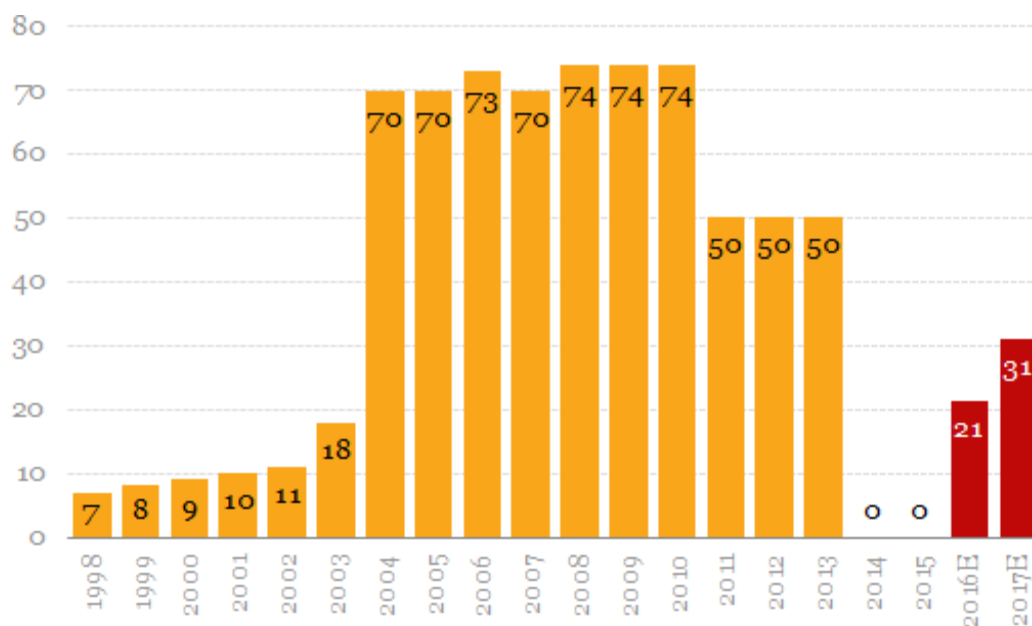
15. sz. ábra: A Magyar Telekom által fizetett különadók (milliárd forint)



*Forrás:*

[http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar\\_jovore\\_csokkenhet\\_a\\_telekom\\_kulonadoja.212442.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar_jovore_csokkenhet_a_telekom_kulonadoja.212442.html)

16. sz. ábra: A Magyar Telekom részvényenkénti osztaléka (forint)



*Forrás:*

[http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar\\_jovore\\_csokkenhet\\_a\\_telekom\\_kulonadoja.212442.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar_jovore_csokkenhet_a_telekom_kulonadoja.212442.html)

### **3.8. A Richter Gedeon bemutatása**

A Richter Gedeon Nyrt. Magyarország legnagyobb és legismertebb gyógyszergyára, mely 114 éves múltat tekint vissza. Richter Gedeon gyógyszerész által 1901-ben alapított patika hamar kinőtte magát, hiszen 1907-ben Kőbányán már egy új gyárat kellett létesítenie azért, hogy a növekvő megrendelői igényeket ki tudja elégíteni. 1923-ra a Richter Gedeon Vegyészeti Gyár néven emlegetett vállalkozás részvénytársasággá alakult és olyan sikeresen folytatta tevékenységét, hogy a második világháború kitörésekor már Magyarország legnagyobb exportőreként működött.

A háború után 1948-ban államosították a gyárat, ami kezdetben csak szocialista országokba, ám a hetvenes évektől kezdve már nyugati országokba is szállított gyógyszeripari termékeket.

A rendszerváltás lezajlásával új menedzsment került a társaság élére. A vezetőség új stratégiával és új ötletek sokaságával talpra tudta állítani a céget, ami régiós viszonylatban is jelentős gyógyszergyárrá fejlődött. A vállalat jelenleg 38 országban, 5 gyártóhellyel, 29 képviseleti irodával van jelen, és a világszerte több mint száz országba juttatja el késztermékeit és hatóanyagait. 2014-es adatok alapján az ötszáz legnagyobb hazai árbevételű cég között a 21. helyet foglalta el, több mint 353 milliárd forintos bevétellel. A vállalat által ismertetett 2015. I-III. negyedévi konszolidált jelentésből kiderül, hogy a Richter Gedeon Nyrt. 2015. szeptember 30-i tulajdonosi szerkezete szerint a részvények közel 34 százaléka belföldi tulajdonosok kezében van, 66 százalékát pedig külföldi tulajdonosok birtokolják. A magyar állam a közel 34 százalékból 25,44 százalékot birtokol, 47.051.817 db részvénnyel rendelkezik.

### **3.9. A Richter árfolyamának elemzése**

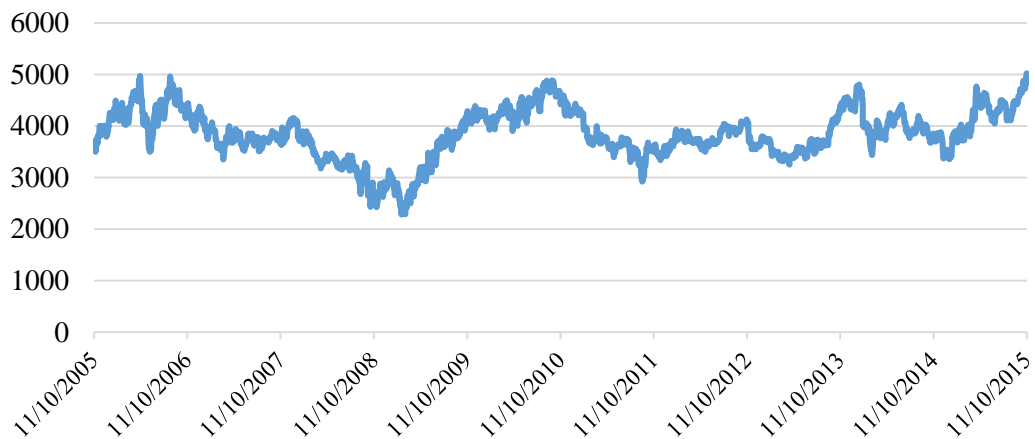
A Richter részvények elmúlt tíz évének árfolyamváltozásait bemutatva három időszakot emelnék ki. Először a világgazdasági válság hatásait és az azt követő erőteljes árfolyam emelkedést mutatom be, majd pedig az orosz-ukrán válság Richterre gyakorolt hatását. Végül pedig az idei év szeptemberétől történt változásokat elemzem.

A félreértések elkerülése végett kiemelném, hogy a Richter részvényeire a Budapesti Értéktőzsde új bázis árfolyamot határozott meg, ami azt jelenti, hogy 2013. július 11-től a korábbi 18,6 millió darab részvény helyett 186,4 millió darab részvénnyel



kereskedhetnek a befektetők, így a részvények névértéke a tizedére esett. A tizedelés élénkítő hatással volt a keresletre, hiszen sikerült újabb kiskereskedőket bevonni a cégbe. Elemzésem így a tizedelés előtti magasabb részvényárfolyamokat is tizedelve mutatja be.

**17. sz. ábra: A Richter részvényárfolyamának alakulása 2005 és 2015 között**

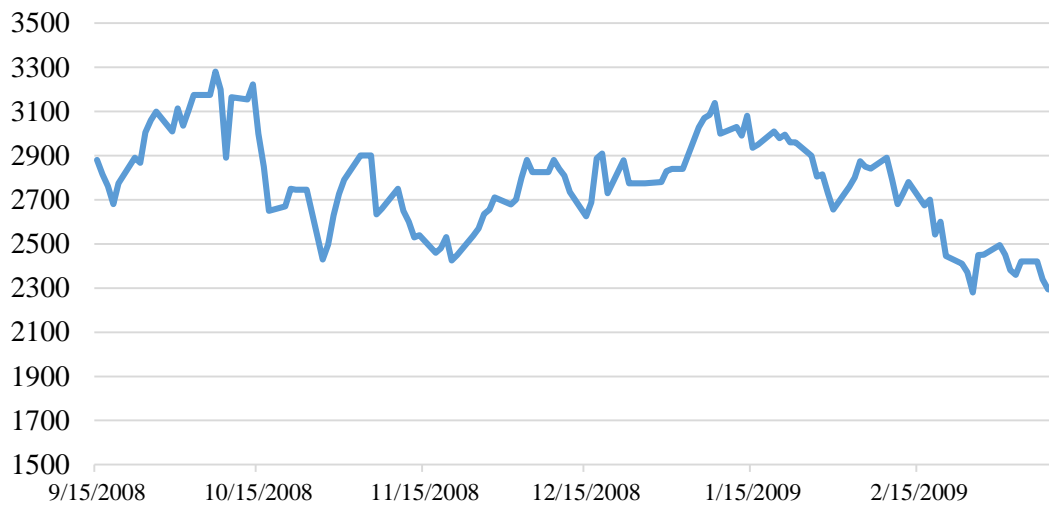


*Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján*

**3.9.1. A válság hatása a papír árfolyamára**

A 2008-as recesszió erősen érintette a magyar gazdaságot és annak piaci szereplőit, ám a Richter papírjai válságállóknak bizonyultak. Ha a válság kezdetét a Lehman Brothers csődjétől, azaz 2008. szeptember 15-től számítjuk és az ekkori árfolyamot összevetjük a 2009. március 12-i záró értékkel, akkor kiderül, hogy a papír mindössze húsz százalékos veszített értékéből, hiszen szeptember közepén még 2880 forinton kerestek a részvényekkel, ami március 12-re tíz éves mélypontra – 2290 forintra – esett. Ez a többi magyar blue chiphez viszonyítva kimagasló eredmény, nem beszélve arról, hogy alig több mint egy hónapra rá már le is dolgozta a féléves esést, ugyanis 2009. április 22-én 2900 forinton zárt a papír.

**18. sz. ábra: A Richter részvényárfolyamának alakulása 2008. szeptember 15. és 2009. március 12. között**

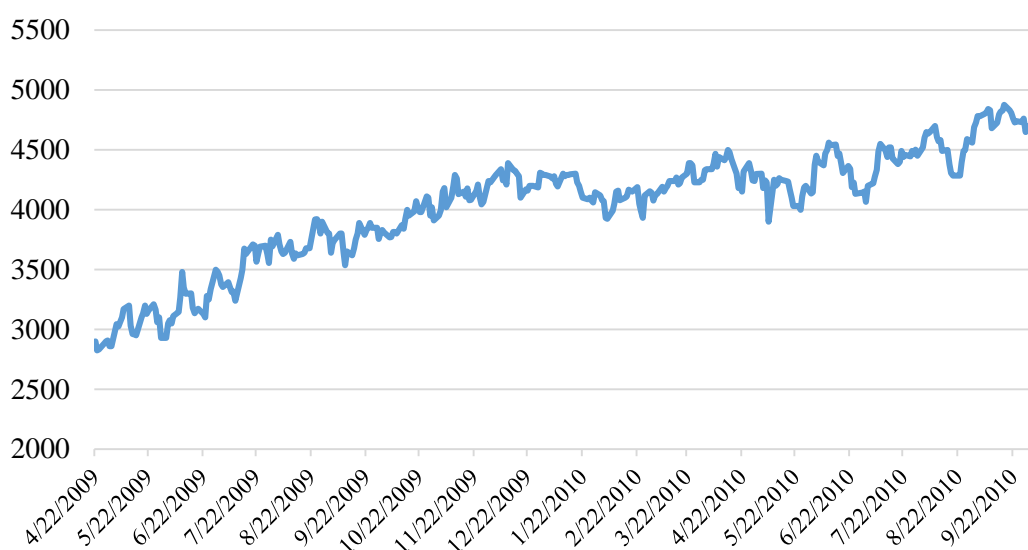


***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

Azt ezt követő másfél év tartós áremelkedést hozott. A Richter részvények rallyja a válság előtti magasságba lökte az árat, az áprilisi 2900-as értékről 2010. október elejéig 4885 forintra ment fel az árfolyam, ami 68 százalékos, kimagasló teljesítménynek számít.

Elemzői vélemények szerint a gyógyszeripari cégeket – közöttük a Richtert is – azért érintette kevésbé a válság, mert a gyógyszerekre és egyéb készítményekre költött összegek a recesszió során sem csökkentek. Másrészt az előregedő társadalom egy olyan demográfiai trend a fejlett országokban, ami magával hozza a gyógyszerfogyasztás iránti kereslet növekedését. Az USA-ban végbemenő egészségügyi reform plusz lökést adhat az egészségügyi szektor növekedésének. Emellett az óriási népességgel rendelkező feltörekvő országok középosztályának erősödésével – Kína, India, Brazília – egyre inkább elérhetőbbé és megfizethetőbbé válnak a kínált egészségügyi szolgáltatások. Sőt, a vállalat stratégiájának változtatásával egyre nagyobb hangsúlyt fektet az originális és bioszimiler gyógyszerek gyártására, amiktől hosszú távon újabb sikerek várhatóak a cég életében.

**19. sz. ábra: A Richter részvényárfolyamának alakulása 2009. április 22. és 2010. október 7. között**

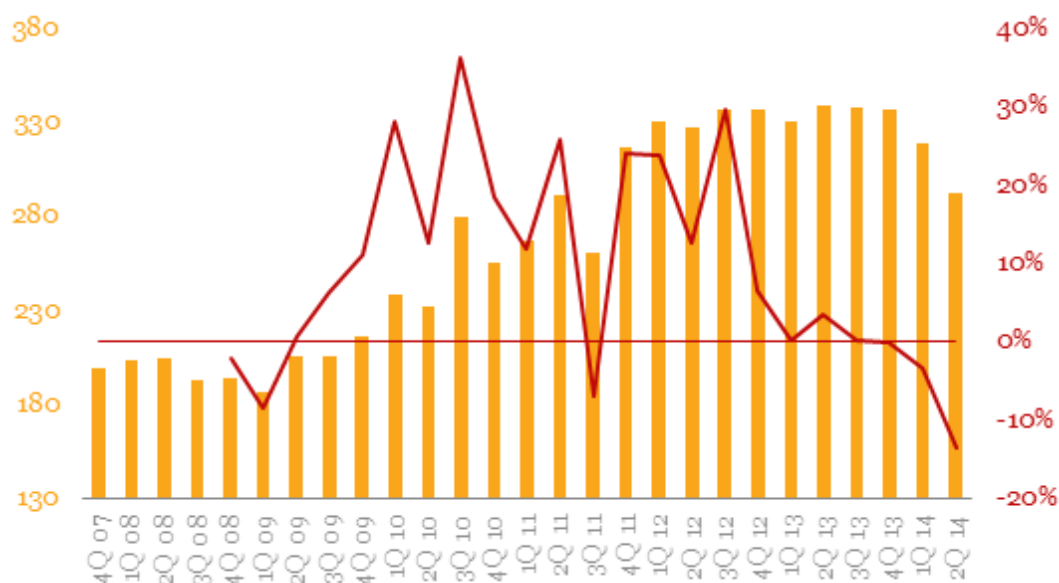


***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

### **3.9.2. A 2014-es orosz-ukrán konfliktus hatásai**

A 2014 elején kitört orosz-ukrán konfliktus negatív hatással volt a gyógyszergyár eredményességére. Az árfolyam kevesebb, mint egy hónap alatt 4000 forintról 3400 forintra esett, több mint 15 százalékos veszítve értékéből, és az év végéig sem történt komolyabb erősödés. A Richter legnagyobb piaca ugyanis Oroszország, így a bevételek jelentős része orosz rubelben jön be, aminek gyengülése csökkenti a bevételt, hiszen 2013 közepe óta 20 százalékkal értékeltődött le az orosz fizetőeszköz az euróval szemben, és 15 százalékkal a forinttal szemben. Az év végéig azonban megállás nélkül jöttek az orosz gazdaságról szóló aggasztó hírek. A rubel csúnyán leértékelődött, az infláció felpörgött, a tőzsdeindexek zuhantak, a világpiaci olajárak drasztikus csökkenésével az állam bevételei jelentősen megcsappantak. A cég oroszországi árbevételei 18,6 százalékkal csökkentek, az üzemi eredmény pedig 15,7 százalékkal esett. A rubel gyengülése 12 milliárd forintos egyszeri pénzügyi veszteséget okozott a vállalatnak. A részvények árfolyamában szerencsére alig tükröződtek a 2014 decemberében tetőző orosz gazdasági bajok Richterre gyakorolt hatása. Az orosz-ukrán konfliktus megszűnésének pozitív hatása és a két ország gazdaságának normalizálódása a Richter szempontjából csökkentette a kockázatokat a 2015-ös évre vonatkozóan.

**20. sz. ábra: A Richter 12 havi gördülő orosz gyógyszer exportja millió euróban (narancssárgával) és év/év növekedése százalékban (pirossal)**



**Forrás:**

[http://www.portfolio.hu/vallalatok/egeszsegugy/oroszorszag\\_miatt\\_szenved\\_a\\_richter.201868.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/egeszsegugy/oroszorszag_miatt_szenved_a_richter.201868.html)

### 3.9.3. Emelkedő részvényárfolyam és pozitív kilátások

Végül pedig a 2015-ös esztendő szeptember és november közötti időszakában történő, a vállalattal kapcsolatos árfolyamváltozásokról és hírekről szólnék. 2015 szeptember 17-ét jeles napként könyvelik el a cég történetében, hiszen a Richter ezen a napon jelentette be, hogy az Egyesült Államok Élelmiszer- és Gyógyszerügyi Hivatala (FDA) megadta az engedélyt a VRAYLAR (cariprazine) nevű gyógyszer forgalmazásához. A kapszula főleg a skizofrénia kezelését segíti elő a felnőtt betegeknél. Ezzel a döntéssel 17 éves kutatási és fejlesztési folyamat zárult sikerrel. Bogsch Erik vezérigazgató mindezt történelmi lépésként értékelte, hasonló eredményt ugyanis eddig sem magyar, sem más közép-európai gyógyszeripari vállalatnak nem sikerült elérnie.

A bejelentés után a részvények árfolyama 3 százalékos emelkedéssel 4435 forinton zárta a napot. Az elemzők ekkor arra számítottak, hogy 500-600 forinttal megnő a részvényárfolyam az új gyógyszer sikere miatt, ami meg is történt, hiszen jelenleg 5440 forinton kereskednek a papírokkal. Az ezt követő – november 4-én érkező – gyorsjelentés szintén pozitívumokat tartogatott, hiszen az év első három

negyedévében 4,9 százalékkal nőttek a bevételek, csökkentek a marketing- és értékesítési költségek, az egyéb bevételek nőttek, az üzemi eredmény pedig kiugróan magas lett. A vállalat nettó készpénzállománya pedig 110 milliárd forintra emelkedett, ami öt éves rekordnak számít. Az imponzans és vártnál jobb eredményeket pozitívan fogadta a piac, az árfolyam három százalékos pluszban zárt. 2015 szeptemberétől november végéig a Richter számos kedvező hírrel szolgált a befektetőknek, ami a részvény árfolyamában is megjelent.

Az kedvező vállalati jelentés és az új gyógyszer amerikai forgalomba hozatali engedélyének megszerzése bő két hónap alatt 26 százalékkal tornázta fel az részvények árát, ami még a legoptimistább elemzői várakozásokat is felülmúlta. Év elejéhez képest pedig már 53 százalékkal nőtt az árfolyam, amire az elmúlt öt évben nem volt példa.

## **4. A BUX-NDEX ELEMZÉSE A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE BEMUTATÁSÁN KERESZTÜL**

A Budapesti Értéktőzsde bemutatásához nem elegendő csupán az tőzsdén jegyzett blue chip részvények árfolyamainak vizsgálata, szükség van további elemzésekre is. A következőkben bemutatom a BÉT különböző hazai és regionális indexeit, a jelenleg használt kereskedési rendszert, a tőzsde szervezeti felépítését és a tulajdonosi szerkezetben történt változásokat. Ezentúl elemzem a tőzsde hivatalos indexét, a BUX-indexet, külön kitérek az indexkosár tartalmára, az index árfolyamának elmúlt tíz évben bekövetkező változásaira, kiemelve egyes időszakokat. Végül pedig együttesen elemzem a BUX-index és az OTP részvények árfolyamának alakulását a 2008-as válság időszakában, hasonlóságokat és különbségeket keresve bennük.

### **4.1. A Budapesti Értéktőzsde indexei**

A Budapesti Értéktőzsde a tőkepiaci folyamatok jelzése végett kettő hazai és egy regionális indexet számol. A hazai részvényindexek a budapesti börzén jegyzett részvényeket tartalmazza, és ezen részvényárak változását sűríti össze egy mutatószámra.

#### **4.1.1. BUX-index**

A BUX-index a Budapesti Értéktőzsde hivatalos indexe, melynek értéke az éppen aktuális piaci árak alapján kerül kiszámításra valós időben. Az index az indexkosárban aktuálisan szereplő részvények kapitalizációjában történt változásokat tükrözni néhány egyéb korrekciós tényezővel számolva. Jelenleg 14 vállalat részvénye van a kosárban, de az index legfeljebb 25 vállalat részvényét tartalmazhatja. A BÉT a részvények súlyozását és a kosár összetételét évente két alkalommal számolja újra és vizsgálja felül, mégpedig március 31-én és szeptember 30-án. A BUX-index, mint elméleti piaci portfólió tehát egy bázis időponthoz – 1991. január 2. – viszonyított értékváltozást mutatja, indulási értéke ekkor 1000 pont volt.

Az indexben a legnagyobb és legerősebb magyar vállalatok részvényei találhatók, természetesen az általam elemzett négy magyar blue chip is ide tartozik. Az 1990-es években az indexek súlyozásának metodikája megváltozott. A cégek tisztán kapitalizáció alapú súlyozása helyett a közkézhányad alapú súlyozásra váltottak az

indexek. A közkézhányad alapú súlyozásra a Budapesti Értéktőzsde 1999 októberében – így a BUX-index is – a világon az elsők között tért át.

A BUX-index számítására egy képletet használ a BÉT:

$$BU(MI)X_t = \text{Bázisérték} * \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (P_{i,t} * Q_i * FF_i * WF_{i,t})}{\text{Báziskapitalizáció}} \right] * AF_t$$

Az indexek változó paraméterei:

- BU(MI)X<sub>t</sub>** t időpontban számított (valós idejű) indexérték 2 tizedesjegyre kerekítve
- i** az indexben szereplő részvénysorozat
- N** az indexben szereplő részvénysorozatok száma
- P<sub>i,t</sub>** az adott részvénysorozatra kialakult utolsó ár (FIX és AUKCIÓS ajánlat alapján létrejött ügyletek árai nem szerepelhetnek P<sub>i,t</sub>-ként)
- Q<sub>i</sub>** az adott részvénysorozatból a tőzsdére bevezetett részvények száma (külföldi székhelyű részvénysorozatok esetében a KELER Zrt.-nél elhelyezett átlagos részvénytérfogat)
- FF<sub>i</sub>** az adott részvénysorozat közkézhányada 4 tizedesre kerekítve
- WF<sub>i,t</sub>** súlyozási tényező, mely biztosítja, hogy az adott részvénysorozat súlya a kosárba bevezetendő mennyiség alapján legyen kalkulálva, 6 tizedesre kerekítve
- AF<sub>t</sub>** az index folytonosságát biztosító korrekciós tényező 10 tizedesjegyre kerekítve

**21. sz. táblázat: A BUX-index kosarának összetétele 2015. november 26-án**

| Részvény              | Tőzsdére bev. menny. (db) | Záróár (Ft) | Számláló (Ft)      | Súly a kosárban (%) |
|-----------------------|---------------------------|-------------|--------------------|---------------------|
| ANY                   | 14 794 650                | 1 000       | 9 652 029 660,00   | 0,57                |
| APPENINN              | 36 500 000                | 207         | 2 810 646 000,00   | 0,17                |
| CIGPANNONIA           | 63 283 203                | 155         | 8 522 950 138,44   | 0,50                |
| ELMU                  | 6 074 441                 | 24 175      | 6 138 319 885,43   | 0,36                |
| EMASZ                 | 3 050 421                 | 22 750      | 6 093 063 426,45   | 0,36                |
| FHB                   | 66 000 010                | 676         | 10 689 995 219,70  | 0,63                |
| GRAPHISOFT<br>PARK SE | 10 631 674                | 2 300       | 11 842 515 351,86  | 0,70                |
| MAGYAR TELEKOM        | 1 042 742 543             | 408         | 173 536 550 782,20 | 10,23               |
| MOL                   | 104 518 484               | 13 810      | 426 557 388 332,97 | 25,14               |
| OTP BANK              | 280 000 010               | 6 081       | 549 407 440 921,47 | 32,38               |
| PANNERGY              | 21 054 655                | 396         | 4 896 697 957,07   | 0,29                |
| RABA                  | 13 473 446                | 1 356       | 4 810 489 097,92   | 0,28                |
| RICHTER GEDEON        | 186 374 860               | 5 485       | 475 712 362 405,70 | 28,03               |
| ZWACK                 | 2 000 000                 | 17 450      | 6 271 530 000,00   | 0,37                |

*Forrás: BÉT adatbázis alapján*

A BUX-index kosarában jelenleg 14 magyar vállalat részvényei találhatók változó súlyokkal. A négy blue chip részvény (Magyar Telekom, MOL, OTP, Richter) a kosár súlyának 95 százalékát adja, így ennek a négy részvénynek a napi árfolyamváltozása mozgatja és határozza meg leginkább a BUX-index alakulását. A BUX-index kosarába 2015. szeptember 21-i hatállyal új belépőként az ELMŰ és a Zwack Unikum papírai kerültek be 0,36 százalék és 0,37 százalékos súlyt képviselve.

#### **4.1.2. BUMIX-index**

A BUMIX a Budapesti értéktőzsde olyan cégeket tömörítő indexe, melyek kis és közepes piaci tőkeerővel bírnak. Az index 2004. július 1-jén indult 1000 pontos kezdőértékkel. Ebbe az indexbe viszont csak azok a részvénytársaságok kerülhetnek



be, melyek piaci kapitalizációja nem éri el a 125 milliárd forintot. Olyan cégek szerepelnek benne, mint a Masterplast, a Norbi Update Lowcarb vagy a Plotinus. Az index súlyozásának módja és a kosár összetételének felülvizsgálata megegyezik a BUX-indexnél alkalmazottakkal.

#### **4.1.3. Central European Blue Chip Index (CETOP20)**

A Budapesti Értéktőzsde CETOP20 névre keresztelt indexe olyan 20 közép-európai vállalat teljesítményét mutatja, amik a legnagyobb tőzsdei forgalommal és tőkeértékkel bírnak. A CEETOP20 nem titkolt célja, hogy irányadó indexként szolgáljon a közép-európai befektetők számára. Az indexben lévő részvényeket a térségbeli országok fővárosainak – Varsó, Prága, Pozsony, Ljubljana, Zágráb és Budapest – értéktőzsdéin jegyzik. Főleg régiós pénzügyintézetek, olajipari vállalatok, távközlési és gyógyszeripari cégek papírjai találhatók az indexben.

#### **4.2. A tőzsde szervezeti felépítése**

A tőzsde legfőbb szerve a közgyűlés, amely feladata, hogy a Felügyelő Bizottság és az Igazgatóság tagjait megválassza. Az Igazgatóság kvázi ügyvezető szervként működik, melynek létszáma a tőzsde alapszabálya szerint 3-9 fő között lehet, ami jelenleg 9 fő. A Felügyelő Bizottság feladata az ügyvezetés ellenőrzése. Jelenleg 3 főből áll, de a BÉT alapító okirata szerint minimum három, maximum hat tagból állhat. Fontos, hogy tagjait a közgyűlésnek kell megválasztani és az is, hogy a Budapesti Értéktőzsde alkalmazottai nem lehetnek tagok.

A tőkepiaci törvényben leírtaknak megfelelően a tőzsdének garantálnia kell az ott kereskedő szolgáltatóknak, befektetőknek és kibocsátóknak azt, hogy a döntéshozatali folyamatban véleményezési jogkörökkel rendelkezhessenek és ebben részt is vehessenek. Mindezeknek eleget téve a tőzsde érdekképviselői bizottságokat hozott létre. A Kereskedési Bizottság kereskedőket érintő szakmai ügyeket vitat meg és véleményeket fogalmaz meg. A Kibocsátói Bizottság a kibocsátói döntések előkészítésében vesz részt, valamint az adott döntések szakmai ellenőrzésének intézményes lehetőségét biztosítja. A befektetői érdekképviselő betöltő személy feladata véleményezi az olyan beérkező javaslatokat, amik érintik a befektetői érdekeket. Személyét a befektetői érdekképviselőt ellátó szervezetek és szövetségek választják.

A tőzsde szakmai bizottságokat is létrehozott abból a célból, hogy az üzleti és stratégiai döntéseket megvitassa és előkészítse. Az Elszámolási Bizottság elnökét és tagjait az igazgatóság jelöli ki a tőzsdén jelenlévő kereskedőcégek véleményét kikérve. Feladata a szakmai kontroll biztosítása és az elszámolási rendszerekkel összefüggő döntések előkészítése. Az Index Bizottság létrehozásának célja az volt, hogy a BÉT indexeit továbbfejlessze és karbantartsa. Tagjait szintén az igazgatóság jelöli ki, feladata, hogy kidolgozzon és publikáljon egyéb tőzsdei mutatókat is. A Delivery Bizottság tőzsdei gabona ügyletekkel foglalkozik és a teljesítések betartásának folyamatait ellenőrzi és figyelni, a szabályok be nem tartása esetén szankciókat is alkalmazhat. A Felelős Társaságirányítási Bizottság tagjai között vannak hatósági személyek, kibocsátók, tőzsdei képviselők, külsős piaci szakértők és jogászok is. Feladata sokrétű, figyelemmel kíséri a társasági jog változásait és irányítja az épp aktuális társaságirányítási ajánlások továbbfejlesztését hazai és Európai Unió jogszabályok figyelembe vételével.

### **4.3. Kereskedési rendszer**

A Budapesti Értéktőzsde kereskedési rendszere, a Xetra 2013. december 6-án került bevezetésre, amely mind a befektetők, mind pedig a piaci szereplők számára hozott újdonságot. A Xetra a Multi Market Trading System (MMTS) nevű felületet váltotta, amit a tőzsdén 1998-tól használtak. A rendszert 18 éve fejlesztve a világ egyik legmegbízhatóbb és leggyorsabb elektronikus kereskedési felülete jött létre. A Xetrát Európa számos tőzsdéjén alkalmazzák, többek között Frankfurtban, Bécsben és Dublinban is. A rendszert így összesen 18 országból 250 bróker cég és pénzügyintézet 4500 alkalmazottja használja. A frankfurti központú rendszer számos előnnyel rendelkezik, a hagyományos technikai opciókon kívül egyéb újdonságokat is kínál:

- Szélsőséges árfolyammozgások hatékonyabb kezelésének lehetősége
- Új kereskedési technikák nyújtása
- Új ajánlattípusok megjelenése
- Részletesebb kereskedési adatok elérhetősége
- Termék specifikus kereskedési modellek használata

A Xetra rendszer működése az elmúlt két év alapján sikeresnek bizonyult és továbbra is stabil alapot biztosít a piaci tranzakciók zavartalan lebonyolításához.

#### **4.4. Tulajdonosi szerkezet**

A Budapesti Értéktőzsde 2004-ben osztrák többségi tulajdonba került. Néhány év elteltével a BÉT vezetősége úgy döntött, hogy 2010. januárjától csatlakozik a CEE Stock Exchange Grouphoz (CEESEG). A CEESEG AG a régiós tőzsdéken már korábban is komoly befolyással bírt, hiszen a Bécsi Értéktőzsdét és a Ljubljana-i Értéktőzsdét száz százalékban birtokolta, a Prágai Értéktőzsdének pedig a 92,74 százalékát. A CEESEG AG a térség meghatározó tőzsdecsoportosulása, a régiós piac részvényforgalmának 40 százalékáért felelt. A csoport által birtokolt négy börzén összesen körülbelül 230 céget jegyeztek és nagyjából 170 pénzügyi és egyéb szolgáltató részvételével zajlott a kereskedelem.

2015 őszén viszont a sajtóban többször is olyan híresztelések láttak napvilágot, miszerint a Magyar Nemzeti Bank (MNB) többségi részesedést szeretne szerezni a BÉT-ben. Az információk végül igaznak bizonyultak és november 20-án a 68,5 százalékos tulajdonrészrel rendelkező CEESEG AG és az Österreichische Kontrollbank AG aláírta az adásvételi szerződést a Magyar Nemzeti Bankkal, így az MNB többségi tulajdonossá vált a BÉT-ben. A tranzakció 13,2 milliárd forintba került, részvényenként pontosan 3550 forintba. Mivel az MNB-nek korábban is volt már 6,95 százalékos részesedése a BÉT-ben, így összesen jelenleg 75,8 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkezik. A tranzakció véglegesítéséhez azonban a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) jóváhagyása is kell, ami leghamarabb december közepén születhet meg.

#### **4.5. A BUX-index elemzése**

A négy vezető magyar részvény elemzésének metodikáját követve kívánom megvizsgálni a BUX-indexet is. Külön kitérek arra, hogy a 2008-as válságban milyen magasságokból milyen szintekre esett vissza az árfolyam. Ezek után elemzem a válság utáni gyors emelkedések okait, majd pedig a 2011 és 2014 között jellemző oldalazását az indexnek.

## 22. sz. ábra: A BUX-index árfolyamváltozása 2005 és 2015 között



*Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján*

### 4.5.1. A 2008-as válság hatása a BUX-indexre

A BUX-index – nem csak az elmúlt tíz esztendőt, hanem az indulása óta eltelt 25 évet vizsgálva – 2007 nyarán rekord magasságokban tartózkodott. 2007 július 23-án az index 30118 ponton zárt, átlépve a büvös 30000 pontos határt. A hazai és nemzetközi piaci optimizmus érezte hatását a BUX-indexben is, ami a régió, a kontinens és a világ számos más tőzsdeindexével párhuzamosan emelkedett. 2007 közepétől azonban folyamatos lecsorgást lehetett tapasztalni, így kicsivel több, mint egy év alatt 20000 pontra esett vissza.

A világ tőzsdeindexei is pontosan ezt a forgatókönyv játszódott le. A 2007 nyarán tapasztalt rekord értékek elolvadtak 2008 szeptemberére, a tengerentúli Standard & Poor's 500-index 1500 pontról 1200-as értékig esett, A frankfurti DAX-index 8000-es magasságokból 6000 pontig csorgott le, a londoni FTSE 100-index pedig 6600-ról 5600 pontig csökkent. A fekete leves pedig csak ezután következett. A BUX-index 2008. szeptember 2-től október 27-ig tartó, kevesebb, mint 2 hónapos időszakban 10000 pontot esett 48 százalékos veszítve értékéből. Az okok a nemzetközi tőkepiaci hangulat erőteljes romlásában és a pánikhangulatban keresendő. Ezen kívül Magyarország államcsőd közeli helyzete és a folyamatos leminősítések sem nyugtatták meg a befektetőket. Az index a teljes 2008-as évet vizsgálva 40 százalékos esést szenvedett el, ám a Bécsi Értéktőzsde részvényindexe, ATX még ennél is jobban

alulteljesített 60 százalékos esésével. Az év eleve még nem hozott trendfordulót, hiszen a BUX a mélypontját 2009. március 12-én érte el 9461 ponton zárva. Ez az érték nem csak az általam vizsgált 10 év, hanem majdnem 12 esztendő legalacsonyabb értéke.

**23. sz. ábra: A BUX-index árfolyamváltozása 2007. július 23. és 2009. március 12. között**



***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

**4.5.2. A válság utáni gyors emelkedés és annak okai**

A következő egy évben meredeken emelkedett az index. A 2009 márciusi 9500 forintos szinteket elhagyva június elejére már 16000 forint fölött tartózkodott az árfolyam, 2010 áprilisában pedig már a 25000 pontos szintet ostromolta.

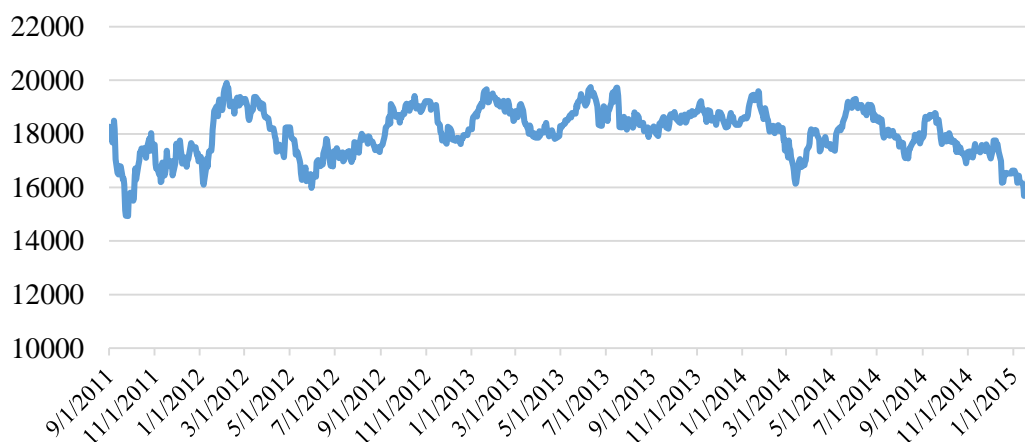
Az masszív emelkedés okai abban keresendők, hogy a válság hatásaként kialakult rekord alacsony árfolyamok erősen vonzották a magyar magánbefektetőket, akik jó beszállási lehetőségeket láttak. A hazai pénzügyi szolgáltatóknál nyitott értékpapírszámlák száma 22 százalékkal növekedett, az új befektetők aktivitása pedig a pozíciók zárása után is megmaradt. A havi átlagos kötésszám drasztikus növekedése is jól mutatja a felpörgő befektetési kedvet, hiszen 2008-hoz képest 77,1 százalékkal nőtt a tranzakciók száma. A 2009-es évben a BÉT forgalma 5712 milliárd forintra nőtt a 2008-as 3553 milliárdról, amelynek 94,6 százalékát a részvény szekció bonyolította le.

A nagy nemzetközi indexeket vizsgálva is kiderül, hogy az Amerikai Egyesült Államokból induló gazdasági és pénzügyi válság okozta árfolyamesések 2009 február-márciusáig tartottak, ekkor érték el az indexek a mélypontjaikat. A második negyedévtől kezdődő fokozatos árfolyam emelkedés a következő egy-másfél évben általánosságban véve kitartott. Ez jellemezte a BUX-index alakulását is.

#### 4.5.3. A 2011-2015 közötti árfolyam vizsgálata

Végül pedig a BUX-index 2011. szeptembere és 2015. januárja között oldalazásáról szólnék pár szót. Az index árfolyamára ránézve látható, hogy a bő három éves időszakot a stagnálás jellemezte. Szinte pontosan a 15000 és 20000 pontos sáv értékei között mozgott az index, semmilyen komolyabb és erősebb trendet nem tapasztalhattunk. Ez a fajta lavírozás sem a mértékadó európai, sem az amerikai tőzsdeindexeket nem jellemezte, bár az Bécsi Értéktőzsde ATX-indexe és a Prágai Értéktőzsde PX-indexe is hasonló utat járt be, mint a BUX-index.

#### 24. sz. ábra: A BUX-index árfolyamváltozása 2011. szeptember 1. és 2015. január 30. között



***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

Az évekig tartó semerre sem mozdulást az elemzők az ekkor bejelentett és elkezdett kormányzati intézkedéseknek tulajdonítják. A sávozásban nagy szerepet játszott az állam által kivetett válságadó, más néven szektoriális különadó, ami a távközlési, energiaipari és kereskedelmi cégek érintette. A már meglévő bankadó pedig a pénzügyi szektort hozta kellemetlen helyzetbe. Az így okozott bizonytalan gazdasági és jogszabályi környezet nem kedvezett a magyar tőkepiacnak. A 2010-től beindulni

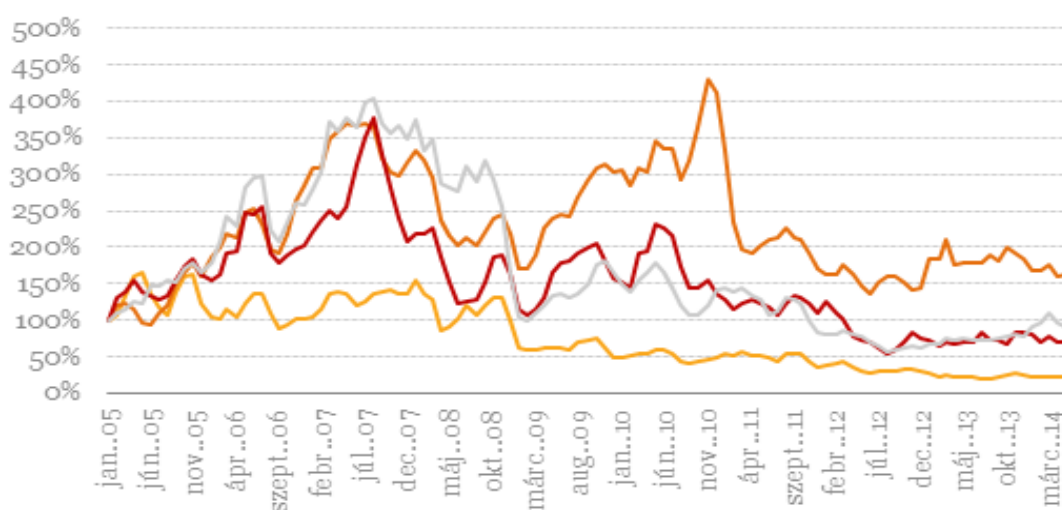
látszó gazdasági növekedés nem tartott sokáig, hiszen a 2012-es év ismét recessziót hozott, az ipari termelés a vizsgált bő három évben pedig alig tudott nőni.

Az idei év azonban minta fordulópontra hozott volna a BUX-indexet és a hazai gazdasági folyamatokat tekintve. Az index 2015 januárjában mért 15800 pontos értékről – kitörve a 15000 és 20000 pontos sávból – 22000 pont fölé tudott emelkedni és egyelőre úgy néz ki, hogy meg is tud maradni a 20-22 ezer pontos sávban. Az év első 11 hónapjában már 42 százalékos erősödésre tett szert. A felpattanás hátterében az elmúlt hónapok változásai lehetnek. Számos külföldi elemző és szervezet is pozitívan értékelt a magyar gazdaságban fél-1 éve végbemenő folyamatokat. A különadók csökkentéséről tett nyilatkozatok, az orosz-ukrán válság enyhülése okozta csökkenő kockázatok, a javuló makro adatok, és a hitelminősítők javuló kilátásai éppúgy javítják a képet, mint a pozitív nemzetközi hangulat. Egyelőre nem láthatók olyan veszélyek és félelmek a világgazdaságban, ami miatt látványos visszaesés következne be a BUX-indexben.

A Budapesti Értéktőzsde részvényforgalma azonban az elmúlt öt évben fokozatos csökkenést mutatott, ami a befektetők elszívárgását mutatja. Ez a tendencia azonban nem csak a magyar tőzsdén figyelhető meg, hiszen a régió egyéb börzéi is – a bécsi, a prágai és a lengyel tőzsde is – ezzel a problémával szembesültek.

## 25. sz. ábra: A régiós tőzsdék saját devizában mért forgalmának relatív alakulása

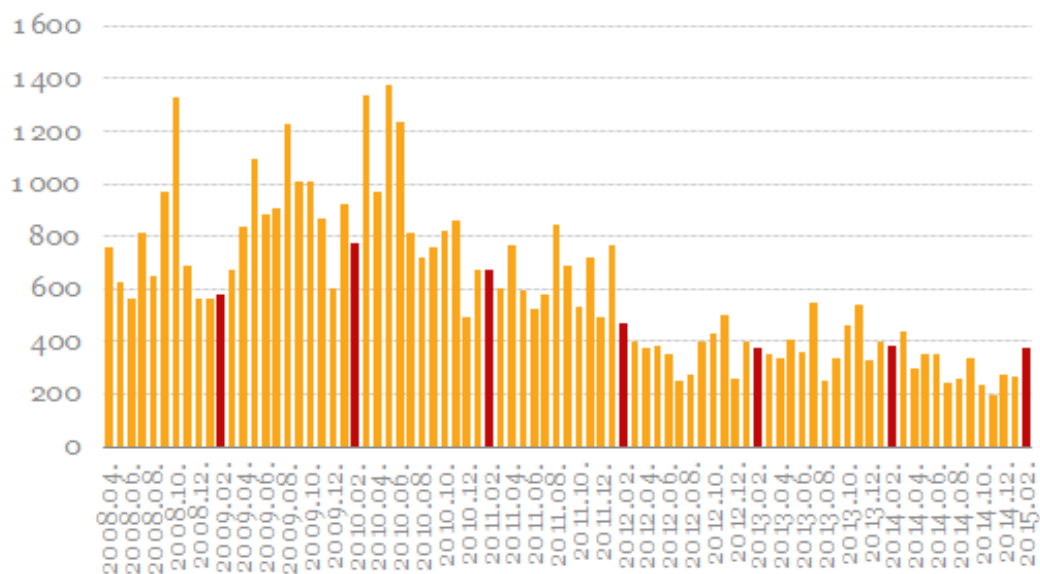
(3 havi átlag, Prága, Varsó, Budapest, Bécs)



**Forrás:**

**[http://www.portfolio.hu/vallalatok/eltunt\\_a\\_forgalom\\_a\\_tozsderol\\_hol\\_vannak\\_a\\_befektetok.202868.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/eltunt_a_forgalom_a_tozsderol_hol_vannak_a_befektetok.202868.html)**

**26. sz. ábra: A Budapesti Értéktőzsde részvényforgalmának alakulása (duplikált, milliárd forint)**



**Forrás:**

**[http://www.portfolio.hu/vallalatok/ha ez ily megy tovabb felkopik a brokerek alla.216382.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/ha_ez_igy_megy_tovabb_felkopik_a_brokerek_alla.216382.html)**

#### **4.6. A BUX-index és az OTP árfolyamának összehasonlítása**

A következőkben a Budapesti Értéktőzsde aggregált hozamindexét, a BUX-index árfolyam változását fogom összevetni Magyarország legnagyobb pénzintézetének, az OTP Bank részvényárfolyamának alakulásával. 2007 nyarától 2010 tavaszáig fogom górcső alá venni az árfolyamokat, így a vizsgált időszak majdnem három évet fog felölelni. Azért elemzem ezt az időszakot, mert a történelmi csúcsokat és mélypontokat ezekben az időkben produkálták az indexek és a részvényárfolyamok.



**27. sz. ábra: A BUX-index és az OTP árfolyama 2005 és 2015 között**

***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

A két mutató szorosan kapcsolódik egymáshoz, mondhatni, hogy az egyik függ a másiktól. Egyrészt azért, mert az OTP része a BUX-index kosarának. A 14 cég részvényeit tartalmazó kosárban a legnagyobb, 32,38 százalékos súllyal rendelkezik a pénzügy, így az ő részvényeinek változása van leginkább hatással az indexre. Másrészt mindkét mutató valamilyen formában tükrözi a magyar gazdaság jelenének állapotát, az éppen aktuális érzelmeket befektetői és pénzpiaci szempontokból, a nemzetközi fejlemények Magyarországra és a régióra gyakorolt hatását. A BUX-index egyes részvényei olyan vállalatok papírjait takarja, melyek meghatározó és vezető szerepet töltenek be nem csak Magyarországon, hanem a régióban is. Ezt a néhány céget – köztük az OTP-t is – kiemelt figyelemmel kísérik a befektetők. Véleményem szerint ezért az OTP árfolyama barométerként szolgál a befektetni vágyóknak a gazdaság állapotát nézve, ezért a BUX-index hasonlóképpen reagál a piaci változásokra.

#### **4.6.1. A csúcspontoktól a mélypontokig**

A BUX-index és a bankpapír 2007 nyarán történelmi magasságokba emelkedett. Júniusban és júliusban szinte minden nap új csúcspontok születtek, a befektetők ekkor már lassan egy éve tartó növekvő trendben voltak benne. 2007. július 23-án a BUX-index 30118 ponton fejezte be a kereskedést, az OTP részvények pedig 10939 forintot értek a nap végén. Sokat elárul a két mutató szoros kapcsolatáról az, hogy a BUX-index és

az OTP árfolyama is ugyan azon a napon érte el a legmagasabb záró értékét. A történelmi magasságokat az azóta eltelt bő hét év alatt megközelíteni sem sikerült.

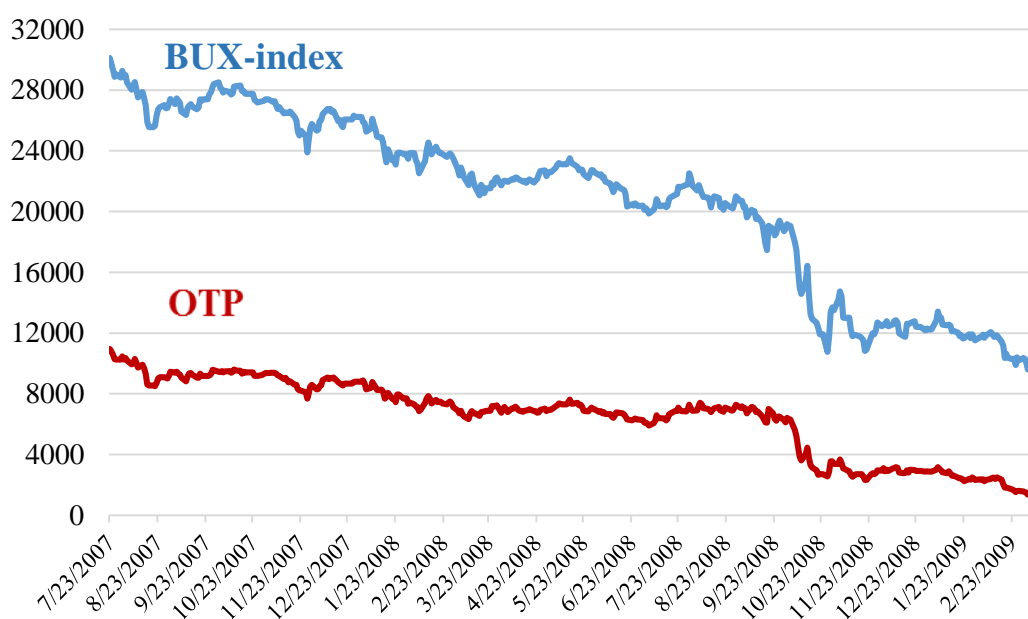
A nemzetközi piacok hangulatának megváltozásával lefelé vették az irányt az indexek és a részvényárak is. A lejtmenet a válság 2008 őszi kirobbanása és begyűrűzése miatt egészen 2009 tavaszáig, a történelmi mélypontok idejéig tartott. 2008 szeptemberéig hirtelen esések és nagy mínuszok nem, inkább csak fokozatos lecsorgás és csökkenés volt tapasztalható. 2008. szeptember 1-re a BUX majdnem 10000 pontot veszített értékéből, így 31 százalékos esést szenvedett el, míg az OTP ugyan ezen a napon már csak 7069 forintot ért. A bank papírai 34 százalékos estek, tehát a vizsgált időszakban az OTP 3 százalékkal rosszabbul teljesített.

A 2008 szeptember közepén bekövetkező Lehman Brothers bankház csődje és az azt követő felfordulás pánikot okozott a tőkepiacokon, a befektetők adták mindent, ami a kezük ügyébe került. Az amerikai pénzügyi válság és annak hatásai vírusszerűen terjedt szerte a világon, fokozatosan megfertőzve az országok gazdaságait. 2008 októberétől november végéig zuhantak az indexek. Október elsején a BUX-index 19174 még ponton zárt, az OTP 6405 forinton fejezte be a kereskedést. Alig több mint három hét elteltével október 27-én a BUX már csak 10751 ponton, az OTP pedig 2550 forinton állt. 26 nap leforgása alatt soha nem látott mértékű estés volt tapasztalható, a BUX 44 százalékkal, az OTP pedig 60 százalékkal került lejjebb. A bank papírai komoly eladási nyomás alá kerültek és 16 százalékkal estek többet, mint a BUX-index. Az októberi eseményeket a bank szempontjából korábban már részletesen elemeztem, de ebben a válságban – és általában a piacok felfordulása közepette – a pénzügyi szektor papírai teljesítettek a leggyengébben. Mivel a bankok szerves részét képezik az országok gazdaságainak és ezer szállal kötődnek minden pénzügyi tevékenységhez, ezért fokozottan oda kell rájuk figyelni, esetleges csődjük vagy bedőlésük magukkal ránthatja a pénzpiac többi szereplőjét és akár az ország egészét is. Nem véletlen, hogy a válság kitörését követően a kormányok saját bankjaikat támogatták meg először. Tőkeigényüket kielégítve biztos működési feltételeket és elegendő forrást biztosítottak számukra.

A tőkepiacok negatív hangulata 2009 tavaszáig kitartott. 2009. március 12-én a BUX-index 9461 pontos zárása negatív rekordnak számított, ahogy az OTP ugyan ezen a napon mért 1500 forintos záró árfolyama is. A rossz hangulat mögött a térségbeli

országok pénzügyi stabilitásával kapcsolatos félelmek álltak. A különösen gyengén muzsikáló közép-kelet európai régió országairól olyan hírek terjedtek, amik szerint néhány ország pénzügyi segítségre fog szorulni. Az elmúlt tíz év legmagasabb (2007. július 23.) és legalacsonyabb (2009. március 12.) záró értékeit vizsgálva kiderül, hogy a BUX-index több mint 68 százalékot, az OTP pedig több mint 86 százalékot veszített értékéből. A BUX így 18 százalékkal teljesített jobban az OTP-nél a vizsgált időszakban.

**28. sz. ábra: A BUX-index és az OTP árfolyama 2007. július 23. és 2009. március 12. között**



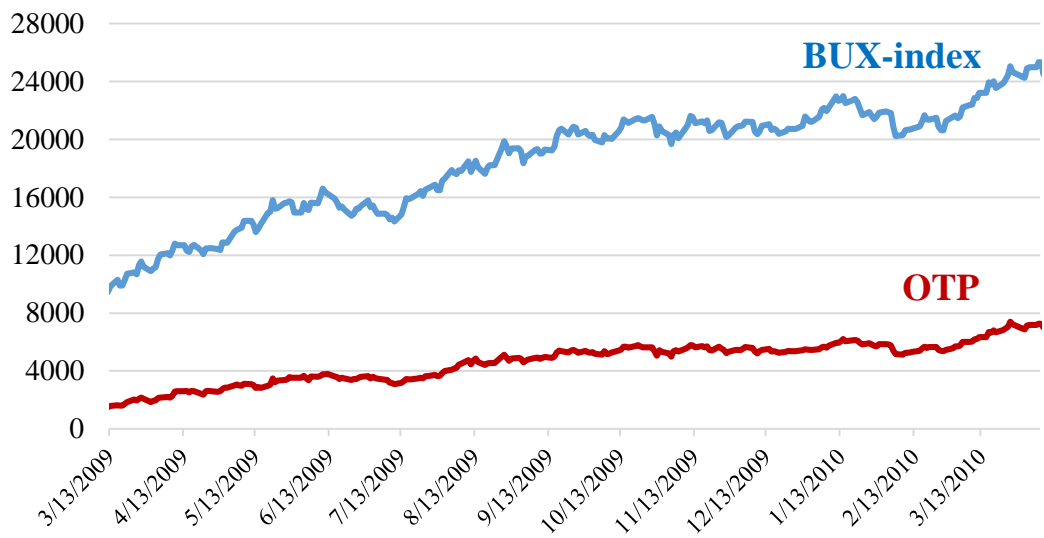
***Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján***

#### 4.6.2. A válság utáni erősödés

A globális részvényindexek 2009 márciusától újult erőre kapva felfelé vették az irányt. A trendforduló Magyarországon is ekkor következett be, márciustól kezdődően egészen 2010 áprilisáig hosszan tartó árfolyam emelkedés bontakozott ki.

A viharoktól megtépázott piac ismét magára talált, a BUX masszív emelkedése 25300 pontig tartott, az OTP pedig 7300 forint környékéig emelkedett. A BUX-index árfolyama 267 százalékkal, a bankpapirok árfolyama pedig 486 százalékkal emelkedett alig több mint egy év alatt, visszaerősödve a válság előtti szintekre. A látványos emelkedést a növekvő kereslet és a javuló gazdasági kilátások fűtötték, hiszen a rekord alacsony részvényárfolyamok mágnesként vonzották a befektetőket.

**29. sz. ábra: A BUX-index és az OTP árfolyama 2009. március 13. és 2010. április 6. között**



*Forrás: Saját, Bloomberg adatbázis alapján*

## 5. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

A tőzsdék születésére és múltjára visszatekintve kijelenthetjük, hogy az áruba bocsátott termékek adásvételének jellege és folyamata, a kereslet és a kínálat találkozása az alapokat tekintve mit sem változott az elmúlt több száz esztendőben. A világ gazdaság és a nemzetközi kereskedelem fokozatos térnyerése magával hozta a mennyiségek és a tranzakciók számának növekedését. A tőzsde egyre inkább beépült az országok gazdasági működésének életébe, manapság pedig egy nemzetgazdaság üttöereként funkcionálva a versenyképesség és a piaci szabályok érvényesülésének fokmérője.

A rendszerváltást követően országunk külkapcsolatainak erősödésével szorosan integrálódott a nemzetközi piacokba, gazdaságunk jelenleg ezernyi szállal kötődik más régiós és európai államhoz, nem beszélve az amerikai és ázsiai térségbeli országokról. A Budapesti Értéktőzsde BUX-indexét és négy vezető részvényét bemutatva és elemezve megállapítható, hogy a nemzetközi tőkepiaci trendek és változások Magyarországra és a hazai gazdasági folyamatokra is erőteljes hatással vannak. A vizsgált tíz év hatalmas ingadozásokat és rengeteg izgalmat hozott a részvényeseknek, hiszen a górcső alá vett vállalatok papírjai és a BUX-index nem csak történelmi magasságokban, hanem rekord alacsony szinteken is járt.

Az ország vezető vállalatainak részvényárfolyamaira súlyos csapást mért a 2008-as esztendőben kirobbant pénzügyi és gazdasági válság, ami természetesen a BUX-index értékén is meglátszott. Az árfolyamok zuhanása annak ellenére hatalmas méreteket öltött, hogy az általam elemzett négy magyar vállalat fundamentálisan stabil lábakon állt és tartalékaik megfelelő szintek voltak. A masszív esések komoly veszteségeket okoztak a befektetőknek. Az így tapasztalt rekord alacsony részvény árfolyamokon beszállási lehetőséget látó piaci szereplők megjelenésével viszont megfordult a piac, és egy-másfél év elteltével sikerült megközelíteni a válság előtti szinteket. A piac viselkedését utólag elemezve megállapítható, hogy egy pánik közepette a befektetőket nem érdeklik a vállalattal kapcsolatos fundamentális és árazási elemzések és következtetések. Negatív hangulatban előszeretettel jelennek meg olyan piaci szereplőket érintő híresztelések és pletykák, amiknek valóságtartalma nem túl nagy, ezért ezeket érdemes fenntartásokkal kezelni.

A BUX-index és a vizsgált árfolyamok elmúlt három-négy évének viszonylagos stagnálását és oldalazását pedig nemzetközi és hazai gazdasági folyamatoknak és döntéseknek tulajdonítanám. A 2011-es európai adósságválsággal és a görög csődkockázattal kapcsolatos növekvő félelmekkel szinte egy időben láttak napvilágot azok a hazai kormányzati döntések, melyek értelmében a magyar gazdaság nagyvállalataira vetettek ki szektoriális különadókat a pénzügyi, az energiaipari, telekommunikációs és a kereskedelmi területeken. Az érintett cégek így beruházásaikat és stratégiájukat felülvizsgálva folytatták működésüket. A különadók hatása, a gyenge belső fogyasztás és a lanya növekedési kilátások, az országban a vállalatvezetők által érzékelt negatív hangulat és jövőkép, illetve a kiszámíthatatlan jogszabályi környezet és a nemzetközi félelmek mind megmutatkoztak a vizsgált részvények árfolyamának alakulásában.

A Magyar Nemzeti Bank a Budapesti Értéktőzsde többségi tulajdonosává válva számos stratégiai újítás bevezetésére készül, ami fordulatot hozhat az évek óta csökkenő forgalmat lebonyolító tőzsde működésében. Egy új szabályozói csomag létrehozásával, erősebb kormányzati ösztönzőrendszer életbe lépésével, a tőzsde szolgáltatásainak bővítésével, új szekciók létrehozásával és a hazai befektetők aktívabb és nagyobb arányú megjelenésével egy egészségesebb szerkezetű pénzügyi rendszer jöhet létre az országban.

## 6. ÖSSZEFOGLALÁS

A kereskedelmi tevékenység több ezer éves múltjával ellenben a szabályozott, központi piacok csak pár száz éve működnek. Jelentőségük fokozatos növekedésével azonban nélkülözhetetlen elemévé váltak a fejlett és demokratikus gazdaságok tőkepiaci folyamatainak.

Köztudott, hogy a tőzsdei hírek és árfolyamok a turbulens piaci időszakok közepette egyre nagyobb figyelmet kapnak. Egy olyan gazdasági szektor vagy iparág sem létezik, amit valamilyen szinten ne lenne érintett a világpiaci események változására és az így bekövetkező világpiaci árak emelkedésére vagy esésére. Az árak és a történések változása nem csak az állampolgárok életére vannak komoly hatással, hanem vállalatokéra is. Fontos utána járnunk és érdemes tisztában lennünk azon piaci folyamatok háttereivel és okaival, amik aztán az árak változásában megjelennek mindennapi életünkben, legyen az az üzemanyagok árának változása, a hitelkamatok csökkenése vagy a telefonálási költségek emelkedése.

Szakedolgozatom célja az volt, hogy a gazdasági folyamatok és az ezekre reagáló vállalati döntések közötti összefüggéseket megvizsgálja. Témám a Budapesti Értéktőzsde bemutatása volt, melyet négy vezető magyar részvény és a BUX-index elemzésén keresztül tártam fel. Dolgozatomban megismertettem az olvasót a kereskedelem fokozatos fejlődésével kialakuló tőzsdék születésével, továbbá az alapvető piaci összefüggésekkel, a tőzsdetermékek sokszínűségével, a börzék működési elvével és a tőzsdetípusokkal is. Ezen túl bemutattam a Budapesti Értéktőzsde múltját és jelenét, az általam vizsgált négy vállalat profilját és tevékenységi körét, végül pedig részletesen tíz évre visszamenőleg a BUX-index és a kiválasztott vállalatok részvényárfolyamainak alakulását.

A BUX-indexre úgy is tekinthetünk, mint kvázi a magyar gazdasági folyamatok fokmérőjére a nemzetközi és hazai események közepette, hiszen index kosarában hazánk legnagyobb vállalatai szerepelnek. Mivel a kosár súlyának jelenleg 95 százalékát négy vállalat részvénye adja, ezért ezeket a cégeket tartottam fontosnak elemezni. Ez a négy magyarországi nagyvállalat a Magyar Telekom, a MOL, az OTP és a Richter, melyek részvényárfolyamainak változásait vizsgáltam az épp aktuális gazdasági hírek és fejlemények hatására. Mindegyik cégnél kiemeltem olyan

időszakokat, mikor az árfolyamokban durva változások következtek be, legyen az esés vagy emelkedés. Több vállalat papírjánál is kiemelt időszakként kezeltem a 2008-as válság kirobbanásától 2009 tavaszáig tapasztalt folyamatokat és eseményeket, és azt követő meredek emelkedéseket. Emellett külön időszakként vizsgáltam az elmúlt négy-öt évben a nemzetközi és hazai gazdasági folyamatok miatt bekövetkező árfolyamváltozásokat.

A részletes elemzést lefolytatva megállapítottam, hogy egy válságos, fordulatokkal teli időszakban, negatív piaci hírek közepette a világ tőkepiacain tapasztalható trendektől és irányoktól egyik ország egyik vállalatának részvénye sem tudja függetleníteni magát. A részvények és egy adott értéktőzsde indexének változása szorosan összefügg az éppen aktuális világpiacon hangulattal és az adott országbeli gazdaságpolitikai döntésektől. A jövőt tekintve úgy gondolom, hogy a magyar politikai döntéshozóknak a gazdaságpolitika kiszámíthatóságára, a jogszabályi környezet stabilitására és átláthatóságára kell törekedniük annak érdekében, hogy teljes mértékben kihasználják a szabad piac adta lehetőségeket.

A világ lakosságának emelkedésével, a piacok és a forgalom gyarapodásával a tőzsdék globális szerepének növekedését és felértékelődését várom. Véleményem szerint az emberiség eddigi történelme során képtelen volt a tőzsdénél valamivel is igazságosabb, hatékonyabb és átláthatóbb közeget létrehozni azzal a céllal, hogy a kereslet és a kínálat találkozzon.



**FELHASZNÁLT IRODALOM**

1. **Dr. Kozár László (2011):** Nemzetközi áru- és tőzsdei kereskedelmi ügyletek. Szaktudás Kiadó Ház, Budapest
2. **Korányi G. Tamás, Szeles Nóra (2005):** Tőzsde születik. Kossuth Nyomda Rt., Budapest
3. **Terri Thompson, Lambert Gábor (2009):** Gazdaság – Hogyan olvassuk? – Hogyan írjunk róla? – Hogyan értsük meg? Akadémiai Kiadó, Budapest
4. **Martin Hajdu György, May Réka (szerk.) (1998):** Tőzsdei szakvizsga felkészítő. Közép-Európai Brókerképző Alapítvány, Budapest
5. **Jaksity György (2003):** A pénz természete. Alínea Kiadó, Budapest
6. **André Kostolany (2000):** Tőzsdepszichológia – kávéházi előadások. Perfekt Kiadó, Budapest
7. **Fellegi Tamás (2002):** Amit a BUX-üzletekről tudni kell. ETK Kiadó, Budapest
8. **Mark Powers, David Vogel (1992):** A határidős deviza- és hiteltőzsdék működése. Közgazdasági És Jogi Kiadó, Budapest
9. [http://m.portfolio.hu/finanszirozás/bankok/hatalmas\\_zuhanas\\_ismet\\_3000\\_alat\\_t\\_az\\_otp\\_top\\_10\\_sztori\\_7.160303.html](http://m.portfolio.hu/finanszirozás/bankok/hatalmas_zuhanas_ismet_3000_alat_t_az_otp_top_10_sztori_7.160303.html) [olvasva: 2015. szeptember 26.]
10. <https://evkbrokersclub.wordpress.com/2015/05/17/meddig-tarthat-meg-az-otp-rally/> [olvasva: 2015. szeptember 26.]
11. [http://www.portfolio.hu/vallalatok/meddig\\_zuhanhat\\_az\\_otp\\_2008\\_tanulsagai.153660.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/meddig_zuhanhat_az_otp_2008_tanulsagai.153660.html) [olvasva: 2015. szeptember 28.]
12. <http://24.hu/belfold/2013/09/15/igy-kezdodott-ot-eve-ment-csodbe-a-lehman-brothers/> [olvasva: 2015. augusztus 12.]
13. [http://index.hu/gazdasag/tozsde/2009/03/26/soros\\_allt\\_az\\_otp\\_oktoberi\\_megta\\_madasa\\_mogott/](http://index.hu/gazdasag/tozsde/2009/03/26/soros_allt_az_otp_oktoberi_megta_madasa_mogott/) [olvasva: 2015. augusztus 12.]

14. [http://bet.hu/magyar\\_egyeb/dinportl/buxindexbasket](http://bet.hu/magyar_egyeb/dinportl/buxindexbasket) [olvasva: 2015. november 26.]
15. <https://www.otpbank.hu/portal/hu/Rolunk/OTPCsoport> [olvasva: 2015. október 11.]
16. <https://www.otpbank.hu/portal/hu/Rolunk/Tortenet> [olvasva: 2015. október 11.]
17. [http://m.origo.hu/t\\_mobile/infototo/20150320-letaszithatjak-tronjarol-az-alibabat.html](http://m.origo.hu/t_mobile/infototo/20150320-letaszithatjak-tronjarol-az-alibabat.html) [olvasva: 2015. szeptember 5.]
18. <http://finance.yahoo.com/q/cp?s=%5EDJI> [olvasva: 2015. november 27.]
19. <http://www.bruxinfo.hu/cikk/20080925-omv-mol-tajkep-csata-utan.html> [olvasva: 2015. október 11.]
20. [http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Ertekenek\\_tobb\\_mint\\_a\\_felet elveszitet te a BUX 2008 ban.html](http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Ertekenek_tobb_mint_a_felet elveszitet te a BUX 2008 ban.html) [olvasva: 2015. október 11.]
21. <http://privatbankar.hu/reszveny/mol-arfolyam-valahogy-mindig-a-tulajdonosokkal-van-a-baj-270154> [olvasva: 2015. október 25.]
22. <http://www.eco.hu/hir/ujabb-vihar-a-mol-korul-valoban-kiszall-az-allami-olajalap/> [olvasva: 2015. október 25.]
23. <http://parameter.sk/rovat/kulfold/2013/10/04/mol-ina-ugy-mol-ina-kapcsolat-tortenete> [olvasva: 2015. október 25.]
24. [http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Ertekenek\\_tobb\\_mint\\_a\\_felet elveszitet te a BUX 2008 ban.html](http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Ertekenek_tobb_mint_a_felet elveszitet te a BUX 2008 ban.html) [olvasva: 2015. október 25.]
25. <http://nepszava.hu/cikk/445714-nagyot-esett-a-mol-reszvenyek-arfolyama> [olvasva: 2015. október 25.]
26. <http://www.origo.hu/gazdasag/hirek/20110620-zold-utat-kapott-a-molreszvenyvasarlas.html> [olvasva: 2015. október 25.]
27. <http://index.hu/gazdasag/magyar/2011/05/24/mol/> [olvasva: 2015. október 25.]

28. <http://www.telekom.hu/rolunk/vallalatrol/cegtortenet> [olvasva: 2015. október 28.]
29. [http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/a\\_magyar\\_telekom\\_fizeti\\_a\\_telekommunikacios\\_kulonado\\_felet.140022.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/a_magyar_telekom_fizeti_a_telekommunikacios_kulonado_felet.140022.html) [olvasva: 2015. október 28.]
30. <http://www.vg.hu/vallalatok/infokommunikacio/a-kulonado-ellenere-nyereseges-lett-a-magyar-telekom-398766> [olvasva: 2015. október 28.]
31. [http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar\\_jovore\\_csokkenhet\\_a\\_telekom\\_kulonadoja.212442.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/telekom/mar_jovore_csokkenhet_a_telekom_kulonadoja.212442.html) [olvasva: 2015. október 28.]
32. [http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar\\_telekom\\_reszveny/osztalok](http://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/magyar_telekom_reszveny/osztalok) [olvasva: 2015. október 28.]
33. <http://www.richter.hu/hu-HU/Befektetok/Pages/Reszvenyadatok.aspx> [olvasva: 2015. november 30.]
34. <http://www.richter.hu/hu-HU/Befektetok/jelentesek/Negyedevesjelentes/RCH151104QR01H.pdf> [olvasva: 2015. november 30.]
35. <http://www.richter.hu/hu-HU/rolunk/Pages/multunk.aspx> [olvasva: 2015. október 28.]
36. [http://www.richter.hu/hu-HU/richter-csoport/Pages/kereskedelmi\\_kepviseletek.aspx](http://www.richter.hu/hu-HU/richter-csoport/Pages/kereskedelmi_kepviseletek.aspx) [olvasva: 2015. október 28.]
37. <http://molgroup.info/hu/about-mol-group/mol-group-at-a-glance> [olvasva: 2015. október 30.]
38. <http://molgroup.info/hu/about-mol-group/company-overview> [olvasva: 2015. október 30.]
39. <http://mol.hu/hu/molrol/tarsasagunkrol-roviden> [olvasva: 2015. október 30.]

40. [http://www.napi.hu/magyar\\_vallalatok/erzi\\_a\\_richter\\_az\\_ukran\\_valsagot\\_zuhann\\_az\\_arfolyam.577899.html](http://www.napi.hu/magyar_vallalatok/erzi_a_richter_az_ukran_valsagot_zuhann_az_arfolyam.577899.html) [olvasva: 2015. október 31.]
41. [http://www.napi.hu/tozsdek-piacok/bejott\\_a\\_tizedeles\\_a\\_richternek.559188.html](http://www.napi.hu/tozsdek-piacok/bejott_a_tizedeles_a_richternek.559188.html) [olvasva: 2015. október 31.]
42. [https://www.kh.hu/publish/kh/hu/khcsoport/sajtokozlemenye/2013/2013\\_III\\_negyedev/nagy\\_lehet\\_segek\\_a\\_gyogyszeriparban\\_K\\_H\\_gyogyszeripari\\_szarmaztatott\\_alap.html](https://www.kh.hu/publish/kh/hu/khcsoport/sajtokozlemenye/2013/2013_III_negyedev/nagy_lehet_segek_a_gyogyszeriparban_K_H_gyogyszeripari_szarmaztatott_alap.html) [olvasva: 2015. október 31.]
43. [http://www.randomcapital.hu/campaign/richter\\_jun.pdf](http://www.randomcapital.hu/campaign/richter_jun.pdf) [olvasva: 2015. október 31.]
44. [http://hvg.hu/kkv/20150209\\_Tizmilliardo\\_keseru\\_pirulat\\_vesz\\_be\\_a\\_gyogyszeriparban](http://hvg.hu/kkv/20150209_Tizmilliardo_keseru_pirulat_vesz_be_a_gyogyszeriparban) [olvasva: 2015. október 31.]
45. [http://www.portfolio.hu/vallalatok/egeszsegugy/oroszorszag\\_miatt\\_szenved\\_a\\_richter.201868.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/egeszsegugy/oroszorszag_miatt_szenved_a_richter.201868.html) [olvasva: 2015. október 31.]
46. <https://www.kbcequitas.hu/elemezsek/richter-elemzes> [olvasva: 2015. november 28.]
47. [http://www.portfolio.hu/vallalatok/hiaba\\_a\\_brokerbotrany\\_a\\_budacash\\_volt\\_a\\_legnagyobb.210895.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/hiaba_a_brokerbotrany_a_budacash_volt_a_legnagyobb.210895.html) [olvasva: 2015. szeptember 22.]
48. <https://www.kbcequitas.hu/elemezsek/a-cariprazine-tolta-a-richter-szekeret> [olvasva: 2015. november 10.]
49. <http://www.vg.hu/vallalatok/zold-kartyat-kapott-a-cariprazine-457864> [olvasva: 2015. november 10.]
50. <http://www.vg.hu/penzugy/penzugyi-szolgaltatok/mnb-nemzeti-tulajdonban-a-magyar-tozsde-461416> [olvasva: 2015. november 30.]

51. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2015-evi-sajtokozlemenyek/ismet-nemzeti-tulajdonban-a-magyar-tozsde> [olvasva: 2015. november 30.]
52. [http://bet.hu//data/cms187736/BET\\_AR2014.pdf](http://bet.hu//data/cms187736/BET_AR2014.pdf) [olvasva: 2015. november 30.]
53. <http://bet.hu/topmenu/tozsde/tortenet> [olvasva: 2015. november 22.]
54. [http://bet.hu/topmenu/tozsde/szervezeti\\_felepites](http://bet.hu/topmenu/tozsde/szervezeti_felepites) [olvasva: 2015. november 22.]
55. [http://bet.hu/topmenu/piacok\\_termekek/kereskedes/kereskedesi\\_rendszer](http://bet.hu/topmenu/piacok_termekek/kereskedes/kereskedesi_rendszer) [olvasva: 2015. november 22.]
56. [http://bet.hu/topmenu/piacok\\_termekek/indexek/index/\\_bux\\_bumix\\_szamitas.html](http://bet.hu/topmenu/piacok_termekek/indexek/index/_bux_bumix_szamitas.html) [olvasva: 2015. november 22.]
57. [http://bet.hu/topmenu/piacok\\_termekek/indexek/index/cetop20.html](http://bet.hu/topmenu/piacok_termekek/indexek/index/cetop20.html) [olvasva: 2015. november 22.]
58. [http://bet.hu/topmenu/piacok\\_termekek/indexek/index/bux.html](http://bet.hu/topmenu/piacok_termekek/indexek/index/bux.html) [olvasva: 2015. november 26.]
59. [http://bet.hu/topmenu/piacok\\_termekek/indexek/index/bumix.html](http://bet.hu/topmenu/piacok_termekek/indexek/index/bumix.html) [olvasva: 2015. november 26.]
60. [http://bet.hu/data/cms153244/Sajtoanyag\\_20100107\\_hun.pdf](http://bet.hu/data/cms153244/Sajtoanyag_20100107_hun.pdf) [olvasva: 2015. november 30.]
61. <http://www.bloomberg.com/quote/WIG:IND> [olvasva: 2015. november 30.]
62. <http://gazdasagtv.hu/tozsde/parkett/2015-04-20/hosszu-oldalazas-utan-vegul-csak-felpattant-a-bux-index-es-ugy-nez-ki-marad-is-magasan> [olvasva: 2015. november 5.]

63. [http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Oteves\\_melypont\\_negyszamjegyu\\_lett\\_a\\_BUX.html](http://www.mfor.hu/cikkek/befektetes/Oteves_melypont_negyszamjegyu_lett_a_BUX.html) [olvasva: 2015. november 30.]
64. [http://www.portfolio.hu/piaci\\_osszefoglalo/a\\_bux-ban\\_is\\_meglett\\_az\\_uj\\_melypont.110371.html](http://www.portfolio.hu/piaci_osszefoglalo/a_bux-ban_is_meglett_az_uj_melypont.110371.html) [olvasva: 2015. november 30.]
65. <https://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy> [olvasva: 2015. november 30.]
66. [http://bet.hu/topmenu/BUX\\_Elmu\\_Zwack](http://bet.hu/topmenu/BUX_Elmu_Zwack) [olvasva: 2015. november 30.]
67. [https://bet.hu/magyar\\_egyeb/dinportl/buxindexbasket](https://bet.hu/magyar_egyeb/dinportl/buxindexbasket) [olvasva: 2015. november 26.]
68. <http://www.portcities.org.uk/london/server/show/ConNarrative.136/chapterId/2773/The-East-India-Company.html> [olvasva: 2015. december.1.]
69. <http://www.citeco.fr/10000-years-history-economics/antiquity-to-middle-ages/creation-of-the-first-stock-exchange> [olvasva: 2015. december.1.]
70. <https://www.flickr.com/photos/tonyandersson/5883535155> [olvasva: 2015. december.1.]
71. [http://oklahomafarmreport.com/wire/news/2015/02/06261\\_CMECloseOpenOutcryFutures020515\\_122916.php#.Vl2HqXYvfIU](http://oklahomafarmreport.com/wire/news/2015/02/06261_CMECloseOpenOutcryFutures020515_122916.php#.Vl2HqXYvfIU) [olvasva: 2015. december.1.]
72. <http://kids.britannica.com/elementary/art-90305/Investors-buy-and-sell-millions-of-securities-at-the-New> [olvasva: 2015. december.1.]
73. <http://mult-kor.hu/cikk.php?id=11406> [olvasva: 2015. december.1.]