

Szeles Nóra:

*A Budapesti Értéktőzsde újjáalakulásának hatása  
Magyarország diplomáciai viszonyaira (1990) <sup>1</sup>*

I. *Absztrakt*

A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) 1990-ben a rendszerváltás szimbóluma lett. Nemcsak a magyarországié, hanem az egész kelet-európaié, mert az első törvényes tőzsde volt, amely a szakadozó vasfüggöny mögött létrejött. Soha nem látott tömegben jött magasrangú nyugati akkoron, hogy a csodát megszemlélje. A BÉT példáját a KGST-országok azonnal és hivatalosan követendőnek nyilvánították. A BÉT számos (hazai kezdeményezésű) nemzetközi szakmai projekt, és (külföldről indított) kormányközi, azaz diplomáciai esemény színtere lett.

Az érdeklődés nemcsak a negyedszázadon át éltanulónak tekintett Magyarországnak szólt; példátlanul, külön kiérdemelt figyelmet vonzott maga a tőzsde is. Érdeemes tehát e jórészt feldolgozatlan aspektust az akkori diplomáciai viszonyok tükrében feltárni. Különösen indokolt a tőzsde gazdaságtörténeti, gazdaságdiplomáciai szerepét a rendszerváltás időszakában vizsgálni, mivel már akkor bebizonyosodott, hogy a tőzsdét a külföld egyértelműen a *rendszerváltás bizonyítékának* látta.

A tőzsdének van diplomáciai üzenete. E dolgozatban megkísérlem az üzenetet definiálni, és felmérni azt, hogy annak tartalmát az átmenet megrázó éveiben mennyire fogta fel, fogadta be a diplomáciai közeg.

---

<sup>1</sup> E cikk a 2008-ban a Budapesti Corvinus Egyetem Társadalomtudományi Karán, Nemzetközi Kapcsolatok szakon, Külügyi Főszakirányon készült diplomadolgozat. Konzulens: Dr. Hardy Iona. Szeles Nóra a Macrogamma Befektetési Alapkezelő ügyvezető igazgatója, a Corvinus Egyetem Heller Farkas Szakkollégiumának oktatója, tőkepiaci tanácsadó. Nyomtatható változatért, egyéb kérdések esetén kérem írjon az [info@tozsdesztori.hu](mailto:info@tozsdesztori.hu)-ra.

## Tartalom

I.	Absztrakt.....	1
II.	Bevezetés, indoklás, módszertan .....	3
III.	Bepillantás a „hatalmas erejű” háttér folyamatba. A magyarországi rendszerváltás vonatkozó összefüggései.....	8
	1) Dimenziók (I.) A gyors külgazdasági sokk hatása a rendkívüli belpolitikai helyzetre .....	9
	2) Dimenziók (II.): Az állam sikerélménye – részben a tőzsde révén: a működőtőke- bevonás alakulása .....	12
	3) Dimenziók (III.): Törvények és modellek .....	13
	a) Események, engedmények, eredmények .....	13
	b) Az angolszász kontra germán tőkepiaci modell .....	15
	c) A belföldi privatizáció a nemzetközi tőkeáramlás metszetében.....	17
	4) A diplomácia antalli rendszerező elve .....	19
	a) A diplomáciai apparátus a kilencvenes évek legelején.....	19
	b) A diplomáciai örökség.....	20
	c) A rendszerváltáskori diplomácia főárama .....	22
IV.	A magyar tőzsde újjáalakulásának diplomáciai üzenete.....	24
	1) A piacgazdaság becsenget .....	24
	2) Small is beautiful .....	32
	3) Álmunk, a regionális vezető szerep.....	39
	4) Árutőzsde: külön utakon, avagy a nagy lehetőségekből a semmibe.....	42
	5) A tőzsdei tulajdonviszonyok és a diplomácia.....	46
V.	Az elcsúszott dimenzió. Összefoglalás .....	47
VI.	Függelék.....	49
	A tőzsde: a legfejlettebb piactér. Intézmény és szimbólum.....	49
	A Budapesti Árutőzsde rövid története.....	50
	Hivatkozások .....	53
	Irodalom.....	56
	A megkérdezett személyek & vonatkozó kompetenciáik (1989-1992).....	57
	A tőzsdével 1989-1992 között személyes kapcsolatba lépett magasrangú külföldi személyek.....	57
	Köszönetnyilvánítások.....	58
	Néhány jellemző ábra a tőzsde fejlődéséből.....	59

## II. Bevezetés, indoklás, módszertan

A rendszerváltáskori tőzsde hatásának vizsgálatát az ország külkapcsolataira a tőzsdetörténet éveken át tartó tanulmányozása közben<sup>2</sup> *figyelemreméltó*, ám elvarratlan és feldolgozatlan szálnak éreztem, olyannak, amit külön keretek között is érdemes megvizsgálni.

Dolgozatom témája tehát a rendszerváltás egyik alapvető mozzanatának tágabb, nemzetközi összefüggésben történő vizsgálata, amely megkísérel feltárni és elemezni *minden közvetlen, közvetett és közvetített külső viszonyt*, ami a tőzsdét kölcsönhatásaiban a külföldhöz kapcsolja. Ezt nevezhetjük tőzsdediplomáciának.

A tőzsdediplomácia magától értetődően elsősorban szakértői kompetenciát igényel (Majoros I. [1997], Blahó A. [2003] 75–87. o.), amely a tőzsde külső aktivitásának vizsgálatára vonatkozik – ez az *akció*, bármelyik fél is a kezdeményezője. Ennek hatása Magyarországon külső megítélésére a *reakció*, és az ebből fakadó kölcsönhatások a *tranzakciók, viszonyok*.

A meghatározáson túl akkor van értelme fenti cselekmények összességét diplomáciának tekinteni, ha a kifejtett érvek mentén illetve a fejlett piacgazdaságok mintája szerint elfogadjuk, hogy *a tőzsde az ország politikai és gazdasági demokratizálódásának egyik mércéje*. Azért is mérce, mert a tőzsde nem pusztán gazdasági egység, de nem is politikai intézmény; jelentősége egyszerre hazai és nemzetközi; folytonosságát, *létét a XX. században csak háború vagy politikai rendszerváltás kérdőjelezhette meg*.

---

<sup>2</sup> Korányi – Szeles [2007], Szeles N. [2005]

Az utolsó rendszerváltás évtizedében (1987–1997)<sup>3</sup> a tőzsdediplomácia szempontjából három szereplőcsoport egymásra hatásának vizsgálata indokolt: i) a magyar „tőzsdei elit”; ii) a magyar diplomáciáé és iii) a külföldi diplomáciáé.

A csoportokhoz kapcsolódó dokumentumok és személyes közlések alapján a következőket állapíthatjuk meg.

- i) A vezető brókerekből, az értékpapír-felügyeleti, az elszámolóházi és a tőzsdeszervezeti vezetőkől összetevődő *tőzsdei elit diplomáciai jelentőségű élményei gyakran hiányosak*, mert a tőzsde diplomáciai szintű kommunikálásával rendszeresen csak a tőzsdeszervezet felsővezetőinek idegen nyelvet beszélő része (2-4 személy), valamint néhány – ráadásul közülük kikerülő – minisztériumi tisztségviselő foglalkozott. Ugyanakkor egyértelmű, hogy a tőzsdei elit a diplomáciai kapcsolatokat nagyon fontosnak (olykor rendkívülinek), általában *folytonosnak, ám aszimmetrikusnak* ítélte, tapasztalta meg.
- ii) A honi diplomaták tőzsdei élményei ugyanakkor *intézményi vagy politikai stratégia hiányában önkéntes indíttatásúak és szakaszosak*, ennél fogva nagyon hiányosak.
- iii) A harmadik csoport, a külföld (a diplomácia és a tőzsdei-gazdasági elit) viszont egyértelműen támogatólag, *politikailag szervezeten és folytonosan vállalt kezdeményező szerepet*, nem ritkán részletes információk birtokában. Látni fogjuk azt is, hogy a tőzsdefejlődés egyik kardinális, látszólag belügyi kérdése a konkrétumok szintjén is nyugati diplomáciai befolyás alatt dőlt el.

A három csoport közül az i) és a iii) homogén, míg a ii) csoport tagjai igencsak heterogén, sőt egymásnak ellentmondó véleményt képviselnek – amit egyébként a csoportdefiníció implikál is. Egy részük nagyon jelentősnek, más részük viszont jelentéktelennek nevezi a tőzsde diplomáciai hatását. Az ellentmondásosság oka – a

---

<sup>3</sup> Az 1990-ben bekövetkezett rendszerváltás két nagy szakasza: I) 1987–1992.: Kádár János visszavonulása (1987. jún. 23.) – továbbá pl. a Fordulat és reform (Antal L. és szerzőtársai [1987]), a Társadalmi Szerződés megjelenése (Kis J. és szerzőtársai [1987]), az MSZMP KB többpártrendszer engedő nyitása (1989. febr. 10–11.) – és az Antall-kormány megalakulása (1990. jún. 2.) között eltelt időszak felülről irányított gazdasági- és hatalmirendszer-váltás előkészítésének tekinthető. II) 1990–1997: A rendszerváltó kormány hivatali idején túl a GDP legalább 75%-ának magánszektori előállításáig (1996–1997-ig).

véletlenszerű élményszerzésen túl – az, hogy *sokan a tőzsdenyitás számszerű belgazdasági hatásait vetítik rá annak diplomáciai jelentőségére, okozatként látva az egyébként mindegyik csoport által észlelt diplomáciai aszimmetriát–elmaradást; a történet *dinamikus* szemlélete azonban hitelesebben jeleníti meg a tőzsdenyitás jelentőségét.*

Az ok-okozati megközelítés hibája valószínűleg az, hogy *nem teszünk elég különbséget a tőzsde létrejöttének történelmi, és gazdasági jelentősége között*. E két szerep hosszútávon természetesen kölcsönhatásban áll, statikus megközelítésük azonban kockázatos, könnyen félrevezető.

S végül még egy érv a téma kutatása mellett: ha a gazdaság nyitott, a tőzsde pedig *transzparens*<sup>4</sup>, akkor hamar nemzetközivé válik – különösen, ha úttörő szerephez jut. Az intézmény kívánatos *transznacionális beágyazottsága* önmagában is indokolja a dolgozat témaválasztását (és itt nem a nemzeti versus nemzetközi tőzsde vitáról van szó).

Feltételezve azt, hogy a dolgozat akkor nyer értelmet, ha a történelmi és a gazdasági szerepek együttes értelmezése előtt elemeiben vizsgáljuk meg azokat, annak érdekében, hogy a *vizsgálódás kiindulópontja egyértelmű legyen*, külön tárgyaljuk a történelmi pillanatot és a gazdasági jelentőséget.

A történelmi jelentőség felméréséhez a rendszerváltás vonatkozó aspektusainak összefoglalása és részbeni újrafeltárása szükséges; ez a dolgozat kifejtő részének első fele, arra kihegyezve, hogy mi a jelentősége a tőzsdének a diplomáciában, természetesen ezen belül is a gazdaságdiplomáciában – egy olyan nemzet esetében, amely nyolc évtized óta először érzi meg, hogy *aktívan és önállóan határozhatja meg magát és saját helyét a nyugati Európán belül* (Kiss J. L. [1991], Kornai J. [1989], Márai S. [1942]). A kifejtő rész második fele konkrétumokkal mutatja be és értékeli a tőzsde által indukált vagy „élesztett” (Faluvégi L.) külkapcsolatokat.

Fontos bemutatni – e dolgozat műfajában csak kivételesen megengedhető módon – az emberi viszonyokat is, a források és az élmények személyességét; különösen azért, mert mára ezek az értékek és tényezők, amik tizennyolc-húsz éve perdöntőek voltak,

---

<sup>4</sup> *A transzparencia* magában foglalja a politikai, a szabályozási és az operatív kockázatok elhanyagolható mértékét azaz kiszámíthatóságát, a tőzsdei piacszervező és felügyelő intézmények nyilvános szabályzatainak, belső eljárásainak fejlett tőkepiacokhoz hasonlítható rendjét és biztonságát. A transzparencia a szabályozott piacok alfája és omegája.

teljesen eltűntek illetve átalakultak. Érdeemes tehát rögzíteni az időszak hangulatát a tények keresztmetszetében. (Így kaphat itt hangsúlyt például a tőzsdealapító csapat fiatalsága, hite, lendülete – akik a rendszerváltást ifjúkori élményként őrzik, s ezért olykor szentimentálisan tudnak gondolni akkori önmagukra.)

A tőzsde gazdasági jelentőségének magyarázata összefoglalás szintjén kerül a dolgozatba, amit szerkesztési megfontolásból a függelékbe helyeztem; ugyanakkor annak megértése feltétlenül szükséges a tanulmány alapvető feltételezésének megértéséhez, ezért az olvasót most a függelék fellapozására kérem.

Annak érdekében pedig, hogy a történet teljes legyen, a dolgozat végén sor kerül egyrészt az árutőzsde történetének hasonló szemléletű áttekintésére, másrészt pedig kitérünk a tőzsde aktuálisan egyik leggyakrabban emlegetett vonatkozására, 2004-ben gazdasági formába átalakult tőzsde tulajdonosi körének kompetenciájára.

A vizsgálódás végeredményéhez a korszak vonatkozó hazai és külföldi szakirodalmának tanulmányozása, és – a dolgozat műfajában valószínűleg rendhagyó módon – lehető legtöbb mérvadó reprezentánsának megkérdezése nyomán jutottam. A mondanivalót a függelékben található forráslistán szereplő könyvek, tanulmányok, cikkek és személyek befolyásolták.

Hátrány azonban, hogy a tudományos szempontból fontosnak tűnő források egy része még nem kutatható, a szóban forgó időszak eleve zűrzavaros („pokoli” (Farkas Z.). (Ugyanakkor a nem kutatható forrásokkal kapcsolatban a kor megkérdezett szereplői között senki nem állította, hogy tanulmányozásuk az itt megfogalmazotthoz képest más álláspontra juttatna.)

A külföldön megjelent cikkek ritkák és sokszor felületesek, a goulashozás után alig marad hely a konkrétumoknak. A helyben élő külföldi tudósítók (pl. The Times, a Financial Times, a Frankfurter Allgemeine Zeitung, a Handelsblatt és néhány osztrák lap újságírói, továbbá a vezető hírügynökségek munkatársai) viszont reprezentálják, hogy mi volt feltűnő és lényeges a külföldnek az itteni eseményekből. Az utóbbi években több külföldi kiadónál vagy külföldön élő magyar szerzőtől származó szakkönyv / konferenciaösszefoglaló is megjelent a magyar illetve a kelet-európai rendszerváltásról és e dolgozat témájához hasonló aspektusokról (pl. Drobnič, U. [1998], Grosse, R. [2005], Halpern – Wyplos [2005], Walter, K. [2002]). A fő támaszt ugyanakkor a rendszerváltás áttekintően, vagy annak egyes vonulatait (pl. a

privatizációt, egyes jelentős vállalatok történetét, s néhány kulcsszemély nézeteit) tudományosan / tényfeltáróan / memoárként feldolgozó magyar sajtó és irodalom adta, amely képes a korszak megismeréséhez szükséges ismereteket lehorgonyozni (pl. Balázs P. [1993], Bozzai – Farkas [1989], Földvári Zs. [2000], Járai Zs. [1988], Mihályi P. [1998], Müller – Rubovszky [2000], Korányi G. T. [é.n.], Kornai J. [1989], Izsák – Romcsics [2003], Pozsgay I. [1998]).

Tekintettel a téma vonatkozásában a konkrét írásbeli források viszonylag csekély számára, és az egymástól, illetve e dolgozat összegzésétől eltérő álláspontú szereplő tekintélyes személyére, kevésbé tudnám felvállalni a véleményalkotást, ha nem lettem volna ott<sup>5</sup>, ha valamennyire nem élnék együtt a történettel. Az interjúk alapján elképzelhető, hogy a tanulmány megosztja bírálói véleményét: i) lehet olyan kritikus, aki nagyon örül, hogy a rendszerváltás e jelentős momentumára végre felfigyeltünk, és az így a helyére kerülhet; ii) s lehet olyan bíráló, aki a kérdésfelvetés jogosságát is megkérdőjelezi.

Remélem, az utóbbiakat meg tudom győzni.

*Szeles Nóra*  
*Budapest, 2008.*

---

<sup>5</sup> A tőzsdealapító ceremónián (1990. június) tolmács-hostessként alkalmaztak, majd gyakornokként maradtam a tőzsdetitkárságon, és a diploma után négy évig, 1997-ig a BÉT-en dolgoztam. 2001-ben az Európai Tőzsdeszövetség az Év fiatal kutatójának választott a Marosi Gáborral írt tanulmányért a BÉT jövőjéről (Joseph de la Vega-díj). Több nyilvános tanulmányt írtam a tőzsdéről, itt a két könyv releváns: Korányi – Szeles [2007], és Szeles N. [2005].

### III. *Bepillantás a „hatalmas erejű” háttérfolyamatba. A magyarországi rendszerváltás vonatkozó összefüggései*

A magyar nép és gazdaság a XX. században a világháborús sokkok, az európai mércével is óriási trianoni veszteség és kudarc után még négy traumatikus hatalmirendszer-váltást élt át (Kornai J. [1994])<sup>6</sup>. Nagyfokú politikai rugalmassággal és alkalmazkodóképességgel kell rendelkeznie a népnek ahhoz, hogy ezt túlélje, vagyis történelmi léptékkal mérve gyorsan, ám biztosan alkalmazkodni tudjon. A nemzet ebbéli tulajdonságáról a honi politikai elit tudomással bírt (Kádár B. [1992]). *A felülről irányított megújulás/kényszer/rendszerváltás erre az alulról jövő képességre alapulhat; külső kereteit a nemzetközi feltételeket támaztó szervezetek „megközelíthetősége”, a hozzájuk fűződő diplomáciai viszony határolja be és méri le.*

Balázs Péter (akinek a szóhasználatát idézem fenti alcímbe is) „a kondicionalitás fokozatait” a következőképpen foglalja össze (Balázs P. [1993]): az átalakuló gazdaságok előrehaladását a piaci rendszer irányában megtett út hossza jól jellemzi, s az út mérföldkövei:

- belépés a nemzetközi feltételeket biztosítani képes szervezetekbe,
- kétoldalú nemzetközi szerződések vállalása,
- s végül a szupranacionális integráció.

Egységes ország kell ahhoz, hogy ezen az úton a politika végig tudjon haladni. Ideális esetben az egység multikulturális formában valósul meg, de a szovjet hegemonia ezt ellehetetlenítette. A blokk többi országához képest válik egyértelművé, hogy Magyarországnak 1989-1992-re megvolt az az „előnye”, hogy a szétesésen már 1920-ban túl volt, így nemzetállamként nem kellett e feltétel megteremtéséért újabb megrázkódtatásokon átesnie. Ezzel nemcsak stabilabb, kevésbé kockázatos maradt,

---

<sup>6</sup> Az MKP hatalomátvételét a kékcédulás fordulattal (1947. szept. 23.); a magyar forradalom és szabadságharc által dezinált Nagy Imre-kormány megalakulását (1956. okt. 23.); a szovjet hadsereg bevonulását (1956. nov. 4.) követően a Kádár-kormány megalakítását (nov. 7.); az első modern demokratikus választásokat és az Antall-kormány megalakulását (1990. márc. 26. – jún. 2.).



hanem – egyelőre – időt is nyert (Révész S. [2000]).<sup>7</sup> Többek között a régióban elsőként alakulhatott meg a tőzsde, amely négy évig meg is tudta tartani regionális vezető szerepét.

Balázs Péter szerint is a rendszerváltás során a piacralépés a fő cél, s amit külügyi eszközökkel elő kell és lehet segíteni. E dolgozatban amellettt érvelek, hogy **a tőzsde az állam nemzetközi piacra lépésének kulcsfontosságú intézménye, ennél fogva jóval több mint mikrokörnyezete szereplőinek és azok önös érdekeinek összessége: a tőzsde a piacrajutás kondicionalitásának egyik lényeges fokozata – ebből kifolyólag diplomáciai közeg.**

Magyarország piacra jutásának mérföldköveit a IV. fejezet c). pontjában tárgyaljuk, az eredmény tőzsdei relevanciáit ott vannak az e) pontban és az összefoglalásban, de előbb határozzuk meg a vizsgálódás dimenziót.

### *1) Dimenziók (I.) A gyors külgazdasági sokk hatása a rendkívüli belpolitikai helyzetre*

A „90-es évek legeredetibb változása Közép- és Kelet-Európa felkerülése a nemzetközi tőkeáramlási térképre” (Balázs P. [1993]). A világbanki belépéssel (1982. máj. 6.) megnyílik az a forrás, amely megmenti Magyarországot a teljes fizetéképtelenségtől, és – szerkezetváltási befolyása révén – továbbsegíti az országot a rendszerváltás felé vezető úton. A tőzsde 1990-es induláskor különösen kedvezőek a globális mutatók: az OECD-országok bruttó jövedelme évi 2,5 %-kal nő lassulás nélkül (inkább csak az USA esett vissza valamelyest). Magyarország majdani legnagyobb kereskedelmi partnerének, Németországnak hatalmas kereskedelmimérleg-többlete van, és globálisan jók az inflációs mutatók (Lamfalussy, A. [1990]).

A sokk a nemzetközi helyzet hirtelen, súlyos romlásával keletkezik, és Magyarország azonnal kiszorul a tőkeáramlási térkép szélére – egy olyan európai korban, amelyben kardinális jelentőségű a *centrum-periféria* viszonya (Blahó A. [2002]). *Ez a sokk az Antall-kormány meghatározó külgazdasági élménye.*

---

<sup>7</sup> Ebben az időszakban, a Szovjetunió és Jugoszlávia szétesésével 22 új állam jött létre a térségben.

A külgazdasági sokk (a szakirodalomban bőséggel feldolgozott) fő elemei:

- A Gorbacsov körül bizonytalanságból fakadó nyugati kivárás – éppen az általa elindított reformok ássák alá saját és az SzKP hatalmát a Szovjetunió belül.
- Szaddam Husszeim Kuvait lerohanásával (1990. aug.) eltéríti az addig e régióba jutó tőkeáramlást is – ezt azóta is Szaddam-hatásnak nevezik.
- Másfél év alatt összeomlik, majd bezár a KGST (1991. jún. 28.): ezzel a magyar kivitel felének piaca felszívódik (a gépipari termelés négyötödének, és háromnegyed millió munkahelynek szűnik meg a háttere).
- Jugoszlávia szétszakadása, a délszláv válság (1990. dec. 23. – 1991. márc.) jelentősen ront Magyarország még különben sem megszilárdult politikaikockázat-megítélésén, s ez utóbbi mindig tőkemenekítést illetve tőkeeltérítést eredményez.

A külső sokkok már önmagukban is a GDP 10%-os esését hozták, s ezt a 10%-ot 1993-ig a belgazdasági sokk a következő (a forrásmunkákban részben kimutatott) *aktív* és *passzív* okokból kifolyólag megduplázza:

- A munkanélküliség növekedése, a termelékenység csökkenése.
- *A nagyprivatizáció törvényi kereteinek, elindításának elhúzódása 1995-ig,* miközben a kisprivatizációs visszaélések és a korrupció privatizáció-ellenes hangulatot keltenek. A privatizáció elhúzódása egy olyan korban, amikor ráfordítás nincs, korrupció viszont van, elvezet az állami vagyon leértékelődéséhez (Békesi L. [1995], Mihályi P.[1992], és [1998]).
- Az infláció vészes emelkedése, ami eléri a 30%-ot.
- Az évtizedeken át halasztott fogyasztási igény láthatóvá válása és növekedése, miközben e kereslet vásárlóereje csökken.
- És a nyugatitermék-kínálat leteperi az országot. Ahogy Kádár Béla megfogalmazza (Kádár B. [1992], [1994]) „a politikai sokkot követi a keresleti sokk majd a kínálati sokk, miközben nyilvánvalóvá válik és általánosan sokkol a fizetőképes kereslet hiánya”. Ugyanakkor a szerző a rendszerváltás szerves velejárójának tekinti a gazdaságban kialakuló tartós konfliktushelyzeteket.
- *A keresleti sokk hosszú távú kompenzációjára viszont nem kerül sor, mivel nincs elégséges megtakarítás-ösztönzés, tőkepiac-fejlesztés.*

- A rendszerváltáskori gazdaságpolitikai intézkedésekből (sajnos nagyjából azóta is, bár a helyzet néha javul) *teljesen hiányzik* a jövedelem-újraelosztás, illetve a jövedelem-megtakarítás hatékony, transzparens eszközeinek fejlesztése, azaz a befektetési jóságokat és azok közvetlen kereskedését: a *tőzsde fejlesztését célzó gondolat*.
- S ez csak ad hoc jelleggel magyarázható azzal, hogy az 1987 januárjában tőke nélkül létrehozott, tőke nélküli állami vállalati ügyfelekre alapuló és állami kötelezettségvállalásokat is megöröklő kétszintű bankrendszernek éppen az első értékpapírtörvény hatálybalépését követően (1990. márc. 1.) derülnek ki rendkívül súlyos gondjai (pl. Földvári Zs. [2000], Várhegyi É. [2002]). A bankok „visszaállamosítását”, pontosabban: burkolt, tartós állami tulajdonlását konzerváló konszolidációját a kész tények elé állított kormány éveken át nem tudta sem megtervezni, sem megoldani. Feltételezhető, hogy ez a folyamat teljesen lekötötte a pénzügyi irányító- és a szakapparátust is, amelynek *kapacitása sem maradt* arra, hogy a tőkepiac többi szegmensére ügyeljen.
- *A tőzsdefejlesztés belpolitikai támogatottságának hiányában bravúr lett volna az átfogó külügyi támogatás.* Egy módon lett volna ez elérhető (mivel a kormány nem kifejezetten tőzsdeellenes volt, inkább csak ignorálta azt, de működni hagyta), azzal, hogy a diplomácia vezetője a „tőzsdemozgalom” résztvevőéhez hasonlóan személyesen válik az ügy elkötelezettjévé –, de ez teljes mértékben hiányzott. Magyarázat van rá: a forrásmunkákban kifejtett, itt a III. fejezet 3. pontjában összefoglalt „külpolitikai rendszerező elv” (Majoros I. [1997]) mentén a súlyos diplomáciai preferenciák mellett nem is lett volna reális ez az elvárás. Ugyanakkor ez a mulasztás az egyik oka a majdnem negyedszázados versenyelőnyünk tőzsdetörténeti szempontból négy-öt év alatti erodálásának.

2) Dimenziók (II.): Az állam sikerélménye – részben a tőzsde révén: a működőtőke-bevonás alakulása

Bár a beáramló tőke nagysága a rendszerváltás első évtizedében változó volt, a piacrajutás, azaz a világkereskedelemben történő bekapcsolódás mértékéhez képest Magyarország részesedése a világon eszközölt működőtőke-befektetésből legalább világkereskedelmi részesedésének a duplája volt. Amíg világkereskedelmi részesedésünk 0,3% körüli, működőtőkében átlagosan és fajlagosan több mint kétszer ennyit, 0,8-1%-nyit tudunk bevonni. Az 1990-es évek feléig Magyarország önmagában annyi tőkét vonzott, mint a többi közép-kelet európai ország összesen. Az egy főre jutó működőtőke-beáramlás 1990 és 2000 között a rendszerváltó országok közül itt a legnagyobb, s első a GDP arányában és a hazai állótőke-képződéshez mérten is (Csáki – Pitti [2000]). A tőzsdei társaságokból származott a teljes privatizációs bevétel több mint 60%-a, és a tőzsdén keresztül bevont további tőke túlnyomó része is külföldről érkezett (Korányi G. T. [é.n.]).

1. tábla: Magyarország és a régió működőtőke-importja, nettó millió EUR-ban. Forrás: MNB<sup>8</sup>, nemzeti jegybankok

<b>Közvetlen tőkebefektetések</b>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>összesen, ebből:</b>	244	1.186	1.142	2.039	966	3.696	2.625	3.681	2.988	3.106	2.999	4.391	3.185	1.887	3.633	6.172	5.680	4.049
Részvény, egyéb részesedés és újrabefektetett jövedelem	244	1.186	1.142	2.039	966	3.399	2.143	3.165	2.381	2.489	2.645	2.575	3.068	1.123	3.309	5.884	3.164	4.170
<i>Részvény és egyéb részesedés</i>	244	1.186	1.142	2.039	966	3.563	1.746	2.010	1.372	1.435	1.510	1.096	1.157	-664	1.082	3.966	1.335	1.431
<i>Újrabefektetett jövedelem</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-164	397	1.155	1.009	1.054	1.135	1.479	1.911	1.788	2.227	1.918	1.830	2.739
Egyéb tőkemozgás (döntően tulajdonosi hitelek)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	297	482	516	607	617	354	1.816	117	764	324	288	2.516	-121
<b>Összes részvénytőke-befektetés, ebből:</b>	244	1.186	1.142	2.039	966	3.563	1.746	2.010	1.372	1.435	1.510	1.096	1.157	-664	1.082	3.966	1.335	1.431
<i>nem privatizációs befektetések</i>	883	840	1.079	928	1.195	1.286	1.760	1.361	1.435	1.510	1.065	1.157	-1.038	1.080	1.937	1.335	1.431	
<i>privatizációs befektetések</i>	303	302	960	38	2.368	460	250	11	0	0	31	0	374	2	2.029	0	0	
<b>Csehország</b>				557	731	1.977	1.142	1.142	3.305	5.963	5.403	6.305	9.090	1.875	4.009	9.354	4.804	6.711
<b>Szlovákia</b>				143	230	200	285	205	629	402	2.089	1.769	4.398	1.915	2.441	1.952	3.326	2.095
<b>Magyarország</b>				2.039	966	3.696	2.625	3.681	2.988	3.106	2.998	4.391	3.185	1.887	3.633	6.172	5.428	4.049
<b>Lengyelország</b>					1.581	2.831	3.592	4.343	5.676	6.824	10.334	6.372	4.371	4.067	10.453	8.317	5.198	12.834

A magyar működőtőke-import tehát mennyiségben, minőségben is egyértelmű sikertörténet. Tulajdonképpen ez volt a feltétele a gazdasági csőd elkerülésének (Csáki – Pitti [2000], Mráz – Majoros [2000]).

<sup>8</sup> Közvetlen tőkebefektetés (FDI) az, amikor a tulajdoni hányad eléri a 10%-ot. Ebből fakadóan a külföldiek tőzsdei részvényvásárlása általában nem működőtőke-befektetésnek, hanem portfólióbefektetésnek minősül. A teljes privatizációs bevétel nem egyezik meg a táblázatban szereplő összegekkel. (Az alapadatok forintban képződnek az MNB-nél. A nemzetközi összehasonlítás lehetőségének biztosítása miatt az euróban számított érték feltüntetése a bevett EU-s gyakorlat.)

A tőzsde első nagy krachjáig, a hongkongi válságig (1997. okt. 23., vagyis hatásaiban 1997 végéig) a Magyarországon bevont 19 milliárd dollár jelentős része a tőzsdén jegyzett vállalatokba került: 1990-1999 között tőzsdei társaságokból származott a privatizációs bevételek több mint 60%-a. Ezek a társaságok ráadásul tőzsdei tőkeemelésen keresztül további 400 millió USD tőkét tudtak még bevonni (a belföldi befektetőkkel együtt összesen további 66 milliárd Ft-ot (Korányi G. T. [é.n.], 164. o., 181. o.).

A tőzsde a működőtőke-bevonás színtere, gazdasági értéke klasszikusan tőkevonzó képességében mérendő. A tőzsdei forgalom uralkodó résztvevője kezdettől a külföld: az első évtizedben 70-90%-os részesedéssel bírtak a külföldi intézményi befektetők. Aligha kétséges, hogy a tőzsde tőkevonzási szerepét a rendszerváltás idején annak ellenére (tehát relatíve) betöltötte, hogy a tőzsdei privatizációs kínálat messze alulmúlta a várakozásokat.

### *3) Dimenziók (III.): Törvények és modellek*

A gazdasági átalakulás elsődleges feltétele a társasági törvény volt (1988. évi VI. tv. (okt. 8.), Gt.), ami világszintű feltűnést keltett. Negyven év telt el a Budapesti Áru- és Értéktőzsde bezárása (1948. máj. 25.), azaz a magántulajdon totális beszüntetése óta, amikor az államszocialista (nyugati szemmel egyértelműen kommunista) Országgyűlés újra megengedi azt.

#### *a) Események, engedmények, eredmények*

A társasági törvény előtt is létező magánszektori (maszek), vagy félállami társasági formáknak három, meglehetősen felemás csoportja volt. Mivel e társasági formák tapasztalataiból merítették a hazai tőzsde előkészítői is, érdemes lényegüket és *külpolitikai kitettségüket* összefoglalni:

- Az 1875-ös kereskedelmi törvény 1948 után is érvényben hagyott passzusai alapján néhány vállalat (pseUDO-)részvénytársaságként fennmaradt. Esetükben a legnagyobb a külügyi hatás, mert e cégek (a Richter, a Mahart, a Tungstam, a GySEV és az IBUSZ) kifejezetten nyugati relációjú diplomáciai megfontolások nyomán maradtak meg részvénytársasági formában. Ebből kifolyólag az 1875-ös törvény

folytatólagos jogalapot szolgáltatott az egy évszázaddal később újra kezdődő kötvénykibocsátásnak és egyes társasági formáknak.

- A külföldi-magyar vegyesvállalati forma, egyre nagyobb arányban megengedett magyar tulajdoni aránnyal. A Világbank belépési feltételként támasztotta a külföldi-magyar magán vegyesvállalatok alapítási lehetőségét. Hat évbe telt tehát, amire 100%-ban magyar magáncéget is lehetett alapítani (összesen 111 vegyesvállalat alakult). („Mintha előírnák, hogy házasságot lehet kötni, de csak akkor, ha az egyik fél külföldi” (Csillag I.)) A világbanki belépési szándék keresztülvitele intenzív nyugati és keleti relációjú diplomáciát igényelt (Járai Zs. [2002], Müller – Rubovszky [2000]).
- A kései gulyáskommunizmus alapintézménye, a maszekolás bevezetése (a gazdasági munkaközösségek, a tsz-melléküzemágak és a felemás vállalati önkormányzati illetve kvázi-tulajdonlasi formák (1981. évi 15. tvr. a gmk-ról)) pedig már előjáték a tőzsdéhez. Bevezetésük a kádári jóléti politika utolsó felvonása, amelyben az állam a tartós külgazdasági cserearány-romlás miatti költségvetési csapda, az 1980-81-es hitelsokk, majd a valutaalapi hatás miatt már nem tudja közvetlenül a költségvetés terhére szponzorálni a rendszerfenntartáshoz szükséges és a lengyel válság miatti politikai félelem ellenszerének tartott gazdasági engedékenységet, a kívánatos életszínvonalat; ezért megengedi a magántőke-képződés primitív formáit.<sup>9</sup> Bár az intézkedés belgazdasági vonatkozású, annak külügyi elfogadtatása a kádári hintapolitikát igényelte.
- A maszekolás megengedése nem oldhatta meg az állami vállalatok finanszírozási problémáit, ezért annak érdekében, hogy a nyereséges vállalatoktól közvetlenül és önkéntes alapon át lehessen csoportosítani a pénzeszközt, majd később már azért is, hogy a matracok alól is be lehessen vonni forrást, a szovjet blokkban elsőként itt engedték meg a vállalatikötvény-kibocsátást (1982. évi 28. tvr. a kötvényről). Bár ez az intézkedés is belgazdasági, külügyi elfogadtatása szintén Kádáron múlt. A kötvényrendeletet a piac 3-4 év alatt kinőtte; 1987-től, a bankrendszer reformja után kialakuló többszereplős piac keletkezésétől kezdve már az önálló értékpapírtörvény készítése a cél, amit a Nyugat is sürget, de amivel a következő miniszterelnökig, s egy londoni, látszólag hétköznapi eseményig várni kell még.

---

<sup>9</sup> 1987 végén 15338 vállalati gmk, 6473 magán gmk és 1995 ipari szövetkezeti szakcsoport működött (Pető - Szakács [1985].)

## b) Az angolszász kontra germán tőkepiaci modell

A XX. század második felében a világ tőkepiacai két fajta modellt követtek: az úgynevezett angolszászt, vagy a germánt. Az angolszász szerkezet az igen hatékony brit hagyományokon alapuló *szervezeti szétválasztáson* alapszik (amit az USA-ban 1933-ban az ún. Glass-Steagall törvénnyel kényszerítettek ki). Lényege a specializáció: a befektetési bank nem hitelez, a kereskedelmi bank pedig nem vesz részvényt. E rendszerben a befektető pénzéért a bank és a bróker verseng. A germán modellben viszont a kétféle tevékenység egy bankon belül is megengedett – azaz egy alaptőke terhére, indukálva a bankon belüli versengést is<sup>10</sup>. Európában ma – nem utolsósorban az ázsiai-orosz válság nyomán bekúszó, 1998-tól 2001-ig tartó tőkepiaci dekonjunktúra nyomán, ami iparági konszolidációt és tevékenység-integrációt okozott, és ezt megengedő uniós szabályozást indukált – a germán modellt alapul vevő *univerzális tőkepiaci szerkezet* vált uralkodóvá.<sup>11</sup>

Nem volt egyszerű a választás 1989-ben a kötvénypiac – átlag harminc-egypár éves – szervezőinek, hogy melyik modellt kövessék, amikor végre néven nevezhették a brókert, és értékpapír-kibocsátást szabályozó törvényt írhattak (Bokros L. [1989]). A választás – hosszú, alapos, lelkiismeretes, a lehető legtöbb szereplőt bevonó viták után – az éppen elfogadott, és rendkívül sikeres társasági törvény honi hagyományoknak megfelelő, germán modelljével ellentétben az angolszász struktúrára esett. A meglepő döntést – ami a tőzsde működése során helyesnek bizonyult – alapvetően tőzsdediplomáciai tanulságok és élmények, a nemzetközi gazdaságdiplomácia által delegált személyek befolyása döntötte el az angolszász minta javára<sup>12</sup>.

Amikor Grósz Károly 1988 májusában Londonban járt, meglátogatta a híres London Stock Exchange-t is. Életében akkor látott tőzsdét először, és nagyon tetszett neki. Még ott bejelentette, hogy Magyarországnak is lesz tőzsdéje.

---

<sup>10</sup> A németajkú országokra az 1990-es évek 2. feléig nem is volt jellemző a részvénykultúra; valós verseny a Deutsche Telekom 1996 végi óriásprivatizációjával kezdődött, amikortól a németek egy csapásra tőzsdézni kezdenek.

<sup>11</sup> A tőzsdemodellről bővebben a Függelék 1) pontja szól.

<sup>12</sup> Ezt tárgyalja részletesen a IV. fej. 1. pont.

A bejelentés helyszíne már önmagában is legitímálta az angolszász hagyomány magyar bevezetését. Itthon már két éve működött a kötvénypiac, és öt hónapos volt az Értékpapír-kereskedelmi Megállapodás (ÉKM)<sup>13</sup>, de Londonban dőlt el, hogy önálló értékpapírpia jöhet majd létre.

Ekkor már tíz hónapja folyt a társasági törvény írása Sárközy Tamás vezetésével. Ő volt akkor az egyetlen mérvadó, társasági joggal foglalkozó jogtudós (s aki németül tudott). Németh Miklós hívta meg a munka elvégzésére a tőzsdemozgalomtól végig távol maradó igazságügyi minisztériumba (Korsós A. [2004]). Sárközyékben fel sem merült, hogy ne a germán, banki finanszírozású vállalati modellre épülő, továbbá jogpozitivistá rendszert kövessék – pedig akkor már néhány utcával odébb, a sikeres kötvénypiac fényében az angolszász jogrendszer elérhető álomnak tűnt... A Gt. egyáltalán nem foglalkozott sem szellemiségében, sem részleteiben a nyilvános vállalati tőkebevonás és a nyilvános tőke működtetésének feltételeivel, mivel annak a kontinentális jogban nem voltak hagyományai. Ez a megközelítés kizárta az angolszász kultúrát bevezetni kívánó Járai-csapat álmát, a természetjogra alapuló, innovatív, rugalmas piaci szabályozást. S bár ennek hivatalosan nincs nyoma, a két törvényalkotó csoport többször összecsapott, s végül Járai néhány ponton módosíttatni tudott a társasági törvényen.

A Gt. történelmi tette, hogy bevezette a korlátolt felelősséget – ami a tőkefelhalmozás feltétele –, és lehetővé tette a külföldiek és a magyar magánszemélyek szabad tulajdonszerzését. A társasági törvény alapján alakultak meg az első magán-részvénytársaságok is<sup>14</sup>.

A Gt. után tizenöt hónappal, 1990 januárjában elfogadott értékpapírtörvény szellemiségét annak azonnali és rendkívüli diplomáciai sikere, a tőzsdéalapításig létrejövő számos külföldi-magyar brókercég<sup>15</sup>, és egyáltalán, a brókorszakma sikeres önállósodása igazolta (Lantos Cs. [1988]), Rotyis J. [1990]).

---

<sup>13</sup> Ezt tárgyalja részletesen a IV. fej. 1. pont.

<sup>14</sup> A részvénytársaságok szabályozása „soron kívül” került a törvénybe, mivel ezt a formát a német jog nem ismerte. Tekintettel tőkeegyesítő formájára (a többi forma személyegyesítő), kogens szabályokat kapott, kakukktójásként a rendszerváltás mérőkövét jelentő diszpozitív törvényben.

<sup>15</sup> A BÉT alakuló közgyűlési jegyzőkönyvét 8 vegyesvállalat képviselője írta alá (1990. jún. 19.), a CA-BB Értékpapír Ügynökség Rt., a Citibank Rt, az Első Amerikai Bank Magyarországon Rt., az Első Amerikai-Magyar Értékpapír Rt., az Első Angol-Magyar Bróker Kft., az Első Magyarországi Német



*c) A belföldi privatizáció a nemzetközi tőkeáramlás metszetében*

A társasági törvény 1988. októberi elfogadása után a külföldi sajtó Magyarországtól zsongott. Vezető lapok forradalomnak nevezték a törvényt (pl. Tagliabue, J. [1988], Denton, N. [1990]). A következő vonatkozó jogszabály, az átalakulási törvény az állami vállalatokat a privatizáció előszobájaként részvénytársasággá illetve egyéb formába szervezte át – viszont elmulasztotta a vagyonértékelési elvek rögzítését, s ezáltal (is) súlyos visszaéléseket, áron aluli magánkézbe juttatásokat tett lehetővé. Ez a jelenség, s az ettől felháborodott privatizáció-ellenes néphangulat is akadályozta az új kormányt a privatizáció határozott, nagybani elindításában, s ezzel rendkívül megnehezítette az újra nyitó tőzsde kilátásait<sup>16</sup>.

A kormány 1991 elején húsz cég tőzsdei bevezetését ígérte (ez volt az Első Privatizációs Program, az EPP). Az ígélet teljesítésének elmaradása okán 1991 végére eluralkodott a pesszimizmus. A teljes sikertelenség ellen a tőzsde két ellenszert talált: az állampapírok, majd a kárpótlási jegy bevezetését (1992. máj., dec.). Közben egyre késett a nagyprivatizációs törvény, s amikor 1995 januárjában végre a parlament elé került, akkor robbant a HungarHotels-ügy<sup>17</sup>. A nemzetközi tranzakciós visszakozás a beálló gazdaságpolitikai nihil mellett – ami a jegybankelnöki, a pénzügyminiszteri, a privatizációs kormánybiztosi, a bankfelügyelet-vezetői és egy fontos bankelnöki poszt betöltetlenségéből, külföldi hatásként pedig Mexikó fizetésektelenségéből, továbbá a brit Barings bank csődjének hangulatából sűrűsödött össze – hónapokra visszavetette a nyugatitőke-beáramlást. Történt mindez éppen abban az időben, amikor verseny- és helyzetelőnyünk a visegrádi országok felzárkózása révén egyébként is fogyni kezdett.

---

Értékpapír Kft., a Girozentrale Befektetési Rt., a Landerbank Broker Budapest Kft. A tőzsde megalakulásakor a bankok még haladékot kaptak bróker cég alapítására, a korábban jegyzett részvények pedig az értékpapírtörvénynek való megfelelésre.

<sup>16</sup> Ugyanennek az évnek a végén fogadták el a külföldiek magyarországi befektetéseiről szóló törvényt, amely a profitrepatriálást a külföldi igényeknek megfelelően szabályozta. A jogalkotási és a rendszerváltási eufóriát jelentősen aláásta azonban a gazdaság ismét előálló csödközeli állapota, amit talán még beidegződésből profitelvonással enyhítettek: a következő törvény a vállalkozások 1989. évi eredménye utáni 4%-os rendkívüli befizetést tette kötelezővé.

<sup>17</sup> 1994 végén a kormányfő személyesen avatkozott be a HungarHotels szállodalánc privatizációjába: megvétózta az ÁVÜ igazgatótanácsi döntését. Az eljárás visszavetette a külföldi tőke érdeklődését a privatizáció iránt. Bartha Ferenc lemondott, majd Békesi László pénzügyminiszter is.

A belgazdasági zűrzavart és a külgazdasági sokkot mindegyik politikai csoport felfogta, a megoldást azonban – a tőzsde szempontjából perdöntő különbségekkel – más-más módon látták. A viták ráadásul újabb időt vettek el.

Az MDF alapvetően tartós nemzeti tőkét szeretett volna, külföldi stratégiai tulajdonossal. Az SzDSz liberális elképzeléseibe jobban beleillettek a nem delegált tulajdoni viszonyok, így a tőkepiac, és az ott megkívánt szórt tulajdonosi szerkezet. Ezt a hozzájuk közel álló Kék Szalag Bizottság is ajánlotta<sup>18</sup>. Az MDF talán már csak ezért sem szerette a tőzsdét. A magánosítást pedig el kellett kezdeni, mert a tőkehiány egyértelmű volt, az adósságszolgálatot nem lehetett tovább növelni, állami privatizációs stratégia nélkül viszont nem lehetett jelentősebb külföldi befektetésre számítani. Első két évében az Antall-kormány – markáns privatizációs stratégia és törvényalkotás hiányában – a zöldmezős beruházókat támogatta. E beruházók nem transzparens adókedvezményeik révén még évekig nem voltak befizetők, és leányvállalati formájuk a tőzsdei megjelenést nem tette lehetővé. A helyzetnek azonban tovább, a végsőig kellett romlania ahhoz, hogy a kormány felismerje a külföldi tőke nélkülözhetetlenségét, a külföldi tőkések viszont nem győzték hangsúlyozni a törvényesség és a transzparencia igényét.

A bankokkal folytatott csatában a *törvénykezési versenyt* a tőzsde nyerte: a Németh-kormány egyik utolsó nagy törvényét, az értékpapírtörvényt a már kiírt országgyűlési választások előtt egyhangúlag fogadta el az Országgyűlés. Az új gazdasági rend fiskális-monetáris felosztását garantáló jegybanktörvény és a hozzá tartozó hitelintézeti törvény csak később, az új kormány alatt lépett érvénybe.

A tőzsdének a rendszerváltási versenyben elért második helyezéseinek diplomáciai értéke óriási: világméretű sajtó- és diplomáciai visszhangot keltett; a visszhangoknak az

---

<sup>18</sup> A Magyar - Nemzetközi Kék Szalag Bizottság és Alapítvány 1989 őszén Paul Marer, az Indianai Egyetem professzora által összehívott és Hetényi István által megszervezett, 35 tagú nemzetközi közgazdász csoport, amely önkéntes kormánytanácsadói feladatot vállalt azzal, hogy hároméves gazdaságpolitikai programot dolgozott ki. Néhányan a magyar tagok közül: Bod Péter Ákos, Berend T. Iván, Surányi György, Soros György, Tardos Márton (Kék Szalag Bizottság [1990]).

A Híd csoportot Antall József és Kis János kezdeményezte; a 12 közgazdászt a régi és az új közti szakadék átívelésének gondolata vezérelte a Németh-kormány utolsó száz napi programjának megalkotásában, majd az új kormány első száz napjára vonatkozólag is, de az az elmélyült MDF-SzDSz konfliktus miatt nem az eredeti tervnek megfelelően készült, mivel az SzDSz-es tagok helyére az MDF delegált újakat. A Híd csoport vezetője Kádár Béla. A Kék Szalag és a Híd nem konfrontálódott, inkább ignorálták egymást, illetve a Híd munkájának befejezése után többen csatlakoztak a Kék Szalaghoz.

Országházban is örültek. Mindezek ellenére a tőzsde, az „ország társadalmi és gazdasági demokratizálódásának mércéje” sehogy sem kerül a helyére az új kormány stratégiájában.

Az MDF épp hogy elviselte a tőzsdét, amit kész helyzetnek élt meg (mint ahogy az ÁVÜ-t is). Az új kormány kedvéért júniusra tolt, páratlanul nagy nemzetközi figyelmet vonzó tőzsdenyitó konferencián külföldi útja miatt nem jelenik meg a kormányfő. Egyik tanácsadója pár nappal később kirobbantja az IBUSZ-botrányt, aminek talán a tőzsdei privatizáció megbélyegzése a fő célja. Egy biztos, az IBUSZ kibocsátását az állami eladó nevében szervező, az előző kormány által felállított ÁVÜ Medgyessy-titkárság nevelte vezetőjének mennie kellett.

A külföldi stratégiai tulajdonost preferáló magánkézbe-adást a kormány 1992-ben deklarálta; éppen akkorra – ahogy látni fogjuk –, amikor a liberális piaci verseny feltételei megteremtődtek: i) ekkor vonultak ki a bankok a tőzsdéről, és beindult a brókercégek versenye, valamint ii) elfogadták az intézményi befektetők megjelenését lehetővé tevő befektetésialap-törvényt (1991. évi LXIII. Tv. A befektetési alapokról).

Mindezen bevezető után, ahhoz, hogy a tőzsde rendszerváltáskori diplomáciai súlyát valóban meg tudjuk ítélni, meg kell vizsgálnunk, hogy az Antall-kormánynak milyen külügyi prioritásai voltak, s azokat milyen diplomáciai csatornákon érvényesítette.

#### *4) A diplomácia antalli rendszerező elve*

##### *a) A diplomáciai apparátus a kilencvenes évek legelején*

A magyar külpolitika az 1980-as évek végére elismert sikerágazattá vált (Meisztner – Dunay [1994]). Ez elvileg is igaz lehet, hiszen nagy volt a verseny az exkluzív életmódért, s a nyugati relációban valódi profizmus kellett. Az 1990-es rendszerváltás alatt a diplomáciai létszám a felére csökkent; a gyors feltöltés (konkrétumok ismerete nélkül is) valószínűsíthető szakmai felhígulást hozott. Ráadásul a magánszektor gyorsan felszívta a profi, kapcsolati tőkével rendelkező munkaerőt, nem a külügyi pálya volt már „a” csúcs.

1990 elején e helyzetnek a tőkepiac látja kárát. Ekkor fogadják el ugyanis az értékpapírtörvényt, ami nemzetközi figyelmet vonz és nemzetközi közvetítést, diplomáciai feladatot hordoz. Az apparátusra azonban – amely már nem a régi, s még

nem az új –, a kiírt választások óriási terhet róttak, a tőzsde ügyével így nem foglalkozott. Ugyanekkor kifejezetten miniszterelnöki külpolitika érvényesült, de azt Antall betegsége miatt valószínűleg nem lehetett végigvinni; a Boross-kormány viszont markáns váltást nem is tervezett (Szabó A. F. [1995]). Ilyen esetekben nő az *apparátus önállósága*, ez viszont *dinamikus és szerves stratégia nélkül kockázatos*. Ezt itt csak azért húzzuk alá – holott a dolgozat nem kompetens a *külügyi transzmisszió* mérése tekintetében, és nem merít teljes körűen a szakirodalomból –, mert alátámasztja azt a végeredményből is visszakövetkeztethető, már akkor megfogalmazott gondolatot, hogy *a kormányalakítás-kori diplomáciai főáram nem, vagy csak ad hoc, tűzoltó jelleggel tudott alkalmazkodni néhány jelentős, a mandátuma alatt bekövetkező piaci változásokhoz, súlyponti eltolódáshoz* – s így a tőzsde igényeihez sem.

#### *b) A diplomáciai örökség*

Kádár után, Grósz alatt fordult ki a bejártatott világrend a sarkaiból. Ugyanakkor a nyersanyagfüggőség, a Szovjetunió nagyhatalmi gazdaságpolitikája által kikényszerített totális gázkitettségek igencsak megnehezítette a forradalmárok életét. (Magyarország egy főre jutó gázcsőhosszban is dobogós, de a mesterségesen nagy munkaadóvá duzzasztott nagyipar is teljesen szovjet nyersanyag- és gázfüggő volt; a védekezési céllal épített Adria vezeték csak végszükségre volt elég (Botos K. [2000].) A gázcsapelzárás réme valódi alkura kényszerítette a döntéshozókat. Legenda, de igaz lehet, hogy mielőtt Grósz zöld gombot nyom az első rendbontó jogszabályokhoz, megkérdezi a bonni kormányt, vállalják-e az ország energia-ellátását, ha Moszkva elzárja a csapot.

Hasonló, ma már szinte felfoghatatlan jelentőségű kérdések közepette kellett gazdaságpolitikai nyitást (akciót) kezdeményezni. *Szerencsére a külhoni fogadtatás minden létfontosságú helyen minden várakozást felülmúlt*. Egyik tipikus példa Grósz 1988. májusi londoni útja, amikor Thatcher vezényszavára megnyílnak a lengyel segélyezésre alapított Know How Fund csatornái. Ezt a gesztust a Horn Gyula határnyitó kézmozdulatát honoráló busás német hitel múlja felül, majd az EK-belépést követően a lengyel és a magyar fejlesztéseket finanszírozó alap, a PHARE.

Grósznak nemcsak a londoni tőzsde tetszett meg; öt héttel később történt, hogy a floridai (USA) Disneylandról is hasonlóan nyilatkozott. De ott, amerikai befektetők előtt, Miki egérrel a háttérben, 50 magyar állami vállalat eladását is megígérte. Ez volt

az első nagy volumenű privatizációs terv, és így került a nagy múltú Tungstram már 1988-ban amerikai kézre. Grósz ekkor volt hatalma csúcán, de hónapjai meg voltak számlálva: a miniszterelnökséget Németh Miklós vette át (1988. nov. 23.).

Németh külpolitikájának sikeressége több az éltanulóénál, különösen ahhoz mérten, hogy éppen rogyadozik a jaltai nagyhatalmi világrend és ezzel együtt a vasfüggöny (1989. máj.-júl.). A rengést e kormány jól tudta kezelni: történelmi lélekjelenléttel vette a lapot, kikérte Gorbacsov engedélyét és átengedte a keletnémeteket a magyar határon, s ezzel ünnepelte Európát, a páneurópai pikniket (1989. szept. 11.) Ezt a mozzanatot a világtörténelemben jegyzik, a szakirodalom kimerítően feldolgozta.

A 2. Németh-kormány (1989. máj. 11.) hat, immár a parlament által is megszavazott új minisztert alkalmazott, akik szaktudásukat adták a kormányzatnak. A keresztülvitt gazdaságpolitikai változások sikeresek voltak, előkészítésüket is szakértők végezték (elsősorban a Medgyessy-féle Gazdaságpolitikai Titkárság), a fiskális restrikciónak is látszott az értelme (pl. IMF-hitelek további folyósítása). E kormány dolgát megkönnyítette a szovjet részről jelzett passzív jóváhagyás, és az, hogy *kikerülhették a szavazategyűjtési csapdát* (Csontos L. [1995]). A biztosan elveszítendő választások tudatában politikailag szinte elszigetelten, szakmailag viszont sikeresen tudták végigvinni a Stabilizációs és kibontakozási programot, a gazdaság szerkezeti átalakításának perdöntő szakaszát. Kiemelendő, hogy a restriktív, valódi (pót)kölségvetés, amit negyven év után először Békesi nyújtott be, egy eladósodási lavina után mindig külpolitikai siker<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Az MSZMP utolsó kongresszusán megengedik a többpártrendszert (1989. febr. 10-11; tárgyalni kezd az Ellenzéki Kerekasztal (márc.); Nagy Imrét rehabilitálják (jún. 6); kikiáltják a Köztársaságot (okt. 23.); leállítják a bős-nagymarosi gátépítést (okt. 31.) és lezajlik a négyigenes népszavazás (nov. 26.).

### c) *A rendszerváltáskori diplomácia főárama*

Az Antall-kormány a világrend újradefiniálása idején került hatalomra. *Külpolitikájának nem lehet más fő célja, mint a teljes térségi stabilitás* (Kéri Nagy Zs. [2003]), amit az első évben a „kisantant újjászületésének réme” kísértett (Jeszenszky G. [2005]). A rém elűzését aktív külpolitizálással, majd a jószomszédi viszony kialakításán túl a nyugati gazdasági és biztonsági integrációval lehetett elképzelni. Antall az új európai célokat rögzítő Párizsi Charta aláírása (1990. nov.) és az EBEÉ csúcstalálkozója után meghívta Havelt és Walesát Visegrádra, külpolitikájának bátyjára. Ez volt a kezdet, aminek folytatását az alábbi, Antall által felvállalt külpolitikai kihívások adták:

- *Szakítás a múlttal.* A folytonosságot és átmenetet célul tűző Németh-éra után teljes és éles elfordulás jön – mint mindig, amikor rendszert váltunk. Kérdés, hogy önkényes vagy széleskörű szelekció útján alakulnak-e ki az új prioritások.
- *Ki a blokkból, be a közösségbe: 10 hónap alatt Moszkvától Brüsszelig.* A Nyugat is egyértelműen üdvözli Antall visegrádi kezdeményezését (1991. febr. 15.), hogy a kommunizmustól leginkább elfordult három ország közös külpolitikai stratégia révén, a biztonságpolitika égisze alatt, békés úton formálja újra Kelet-Közép-Európát. Gorbacsov helyt ad a visegrádi kérésnek, és a szovjet katonákat hazaküldik (jún. 19.); a KGST-t megszüntetik (jún. 28.); a Varsói Szerződést felbontják (júl. 1.) és aláírják az EK-társulási szerződést (nov. 22.). Mindeközben a Start-szerződéssel megszűnik a hidegháború (júl. 31.), majd az év végére a Szovjetunió is. Oroszország elnöke Jelcin lett.
- *A délszláv válság kezelése* (jún. 27.). Három héttel korábban még senki sem számított az öt szövetséges köztársaságból álló Jugoszlávia felbomlására. A hexagonális Közép-Európa balkáni összekötő állama kiesik. (A daytoni békét 4,5 évvel később kötik meg). A válság miatt – épp hogy Magyarország politikai kockázatát kezelhető mértékűnek kezdik tekinteni a nyugati befektetők – a szomszédos háború újfent ront megítélésén.
- *A határon túli magyarság önálló (különálló) érdekképviselése.*

Egyetlen, a tőzsde szempontjából határozottan sikeres, és diplomáciai transzmissziót is igénylő történet kezdődik az Antall-kormány alatt: *a kárpótlás* (1991. évi XXV. tv.)<sup>20</sup>. Ez a törvény(sorozat) Antall egyik kedvence lehetett, mert egyszerre szolgált három programbeli célt<sup>21</sup>: a kommunizmus lebontását, a széles rétegeknek tett jótéti szolgálatot – a hatás kedvéért a kárpótlási jegyek bankjegyformát készítettett – és a privatizációt. S mivel a kárpótlási törvényben ott állt, hogy a jegy: értékpapír, azt a tőzsdére is bevezették. A határon túli magyarok kárpótlása valódi, materiális gesztus, amit a lélekben tizenötmillió magyar miniszterelnöke polgáraiért tenni tudott. Kell-e ennél több diplomáciai siker?

A „hatalmas erejű” külpolitikai sodrást a Kádár Béla vezette Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Minisztériumának, Jeszenszky Géza Külügyminisztériumának, valamint a külpolitikai feladatokat szintén ellátó intézménynek, a Határon Túli Magyarok Hivatalának triumvirátusa kezelte, nem mindig sikeres feladatmegosztás mentén – mialatt irányt vált a nemzetközi tőke, itthon pedig újra kell indítani a gazdaságot,<sup>22</sup> és *ennek érdekében észre kellene venni a tőzsde igényeit*<sup>23</sup>. *Ez a logika szerves úton, erre célzó kormánystratégia híján nem tudott érvényre jutni.*

---

<sup>20</sup> Kissé távol esik vizsgálódásunk tárgyától, de említeni érdemes a bankszektor és a kormányzatot érintő sikeres diplomáciai eseményt, az EBRD budapesti konferenciáját, amelyen minden európai pénzügyminiszter részt vett. Az 1990-ben Párizsban 51%-ban az EK által alapított, a nagyhatalmi osztozkodás eredményeképp Londonba került intézet elnöke Jacques Attali, első alelnöke egy USA-beli bankár, és egyik alelnöke Németh Miklós volt magyar miniszterelnök (aki nem jött el a budapesti konferenciára). Németh poszthoz jutásában nagy szerepe volt az erős francia-magyar kapcsolatoknak, (ami többek közt betudható annak is, hogy Medgyessy beszél franciául, a korábbi francia miniszterelnökkel, Raymond Barre-ral igen jóban van, akinek magyar a felesége.) Az EBRD céljai a privatizáció elősegítése, az infrastruktúra-fejlesztés és a magánszektor segítése. A konferencia előtt Magyarország három hitelt kapott, összesen valamivel kevesebb mint 100 millió ECU értékben.

<sup>21</sup> Az MDF kormányprogramja a Nemzeti Megújulás Programja volt (1990), amely a következő három külügyi alapelvet rögzítette: nyugati integráció; jószomszédság; a magyarság érdekképviselete.

<sup>22</sup> Rabár Ferencnek sem ideje, sem energiája nincs (1990. máj.-dec.) sokkterápiás elképzeléseit keresztülvinni (Rabár F [2002], különösen egy kormánybeli ellenfele, egy államtitkár állandó ellenpontozása miatt (Kapcsándy – Tóth [1999], Denton, N. [1990]). Rabárt a mérsékelt Kupa Mihály követte a pénzügyminiszteri székben, akinek az elképzelései szintén csak kismértékben váltak valóra (bár Matolcsy társaságát neki már nem kellett élveznie), elsősorban a költségvetési szigor fenntartásában volt sikeres. Kupa 1991 márciusában jelenti be A magyar gazdaság átállásának és fejlődésének programját, ami nem állhatott másból, mint a külföldi tőkevonás fokozásából, a privatizációból, a külgazdasági

*Pedig a külföldi diplomácia – azelőtt és talán azóta is példátlanul – készenlétben állt. Ezt mutatjuk be a következő fejezetben.*

#### *IV. A magyar tőzsde újjáalakulásának diplomáciai üzenete*

##### *1) A piacgazdaság becsenget*

A Havas Péter vezette Állami Fejlesztési Intézet (ÁFI) 1984. szept. 1-én nyitotta meg kötvényirodáját (Havas személyi titkára Hardy Ilona, a kötvényiroda élére Járai Zsigmond került). A másfél évvel korábban engedélyezett vállalatikötvény-piac fejlődésnek indult<sup>24</sup>.

És az első fecske nyarat hoz: a diplomáciai hatás rendkívüli. Az idegen nyelveket beszélő Járait a külügyi képviseletek kezdeményezésére körbehordozták a világ tőzsdéin, ahol mindig a felsővezetéssel és magasrangú diplomáttal találkozik. Ő és munkatársai állandó vendégei a magyarországi külképviseletek protokolljában is, különösen az angolszász tudásátadási hagyományokkal rendelkező brit és holland diplomáciai körökben; ezalatt Hardy nyelvtudása olasz<sup>25</sup>, későbbi helyettese,

---

egyensúly javításából és a munkanélküliség csökkentéséből. Mindezt vaskos törvénycsomag kísérte volna, csak hogy ezekből alig valósult meg valami.

Közvetlen diplomáciai jelentősége nincs, de az odafigyelés hiányára magyarázatot ad, hogy a tőzsde negligálásában szerepet játszó bankkonszolidáció ekkor, 1991 decemberében kezdődik: a nagybankok állami fizetési garanciát kapnak kintlévőségeik után, a „patrónuslevél” formájában.

1991 dec. 31. 1 USD = 76 HUF, 1 hordó olaj 17 USD.

<sup>23</sup> Lengyel László szerint a rendszerváltáskori kormányok rendre nem tudták összehangolni a külpolitikát a külgazdaság-politikával (Lengyel [1996]).

<sup>24</sup> A kötvénypiac fejlődését és a tőzsdeelőkészületek részletes történetét lásd Korányi – Szeles [2007] és Szeles N. [2005]

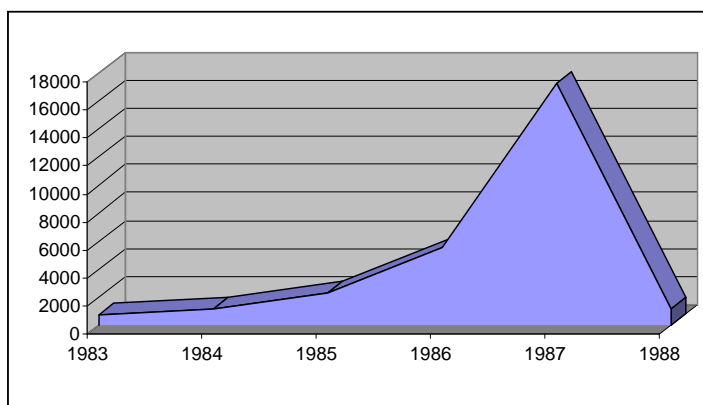
<sup>25</sup> Hardy első alkalommal egy turistaújtján ment el a milánói tőzsdére, s az ott tanultakat is hasznosította az első kereskedési napok megszervezésekor. Az így keletkezett kapcsolat folyamánya volt egy jelentős Róma-Torino-Milánó út már az ÉKT szervezésében, amelyen többek közt Iványi György bankár, az Interinvest pénzügyintézet vezetője is részt vett azzal a céllal, hogy az olasz Intensa bankot rábeszélje a magyar bank megvásárlására, sikerrel. Iványi 1992-ig, amíg bank is tőzsdetag maradhatott, a tőzsdetanács tagja volt.



Schalkhammer Erika pedig német kapcsolatokat hoz. Ők kezdettől tudatosan, óvatosan, szorgalmasan és empatikusan fejlesztik a tőzsdediplomáciát<sup>26</sup>.

Járai és csapata alkatilag is alkalmas volt e feladatra: tudták, mit akarnak, „de nem mentek fejjel a falnak” (Járai Zs.), így „haladó szellemű” főnökeiknél is minden lényeges mozzanatra zöld jelzést kaptak. Így kerülhet sor 1986 októberében az ÁFI régi „szőnyeges termében” az első kötvényaukcióra, ahol a lakosság közvetlenül üzletelhetett a kötvényeivel. A rendezvény elsődleges célja a bankok saját számlára történő kötvénykereskedéséből fakadó terhek könnyítése volt, ugyanis 1987-ben – időben azután, hogy az új bankok is megnyitották kötvényirodájukat – kitört az infláció, ami a fix kamatozású kötvénypiacot nagyon megviselte<sup>27</sup>.

2. tábla: a kötvénypiac kibocsátások volumene 1983–1988. Millió Ft. Forrás: Hardy I. [1989]



<sup>26</sup> Ex-ante érthető, ex-post azonban gyenge a nyelvtudás mibenléte mint az egyik rendszerváltás kori *perdöntő érv* az „iránymodellek” választásakor. A tőzsdére nem ez volt a jellemző, mert itt a modelleket tételesen ütköztették.

<sup>27</sup> 1988 végén 375 sorozatnyi vállalati kötvény van forgalomban 28 Mrd Ft árfolyamértéken. Ennél magasabb névértékű, de elhanyagolható forgalmú a mintegy 50, 1983-tól egyedi minisztertanácsi engedéllyel létrejövő részvénytársaság bemutatóra szóló részvénye. (Tíz évvel később a BÉT virágkorában kevesebb mint 60 kibocsátó részvényét jegyezik a tőzsdén.) Az 1989-es év végi tőzsdenapok mérlege: az akár 20%-os kötvényárfolyamesés mellett 809 M Ft-nyi forgalom, aminek 17%-a részvény. Kötvénykintlévőség 30 Mrd, a letétjegy- és a DKJ-kintlévőség 15-15 Mrd Ft. A részvénykintlévőség 150 Mrd-ra rúg, ebből a részvénylistán 60 szerepel, amelyből 10 forog a tőzsdenapokon, összesen nem több mint 50 M Ft értékben (Hardy I. [1989]).

Havas közben rendszeresen átadta Járaiéknak a titkos nagyköveti jelentéseket, amelyek egyre többször tartalmaztak beszámolót külhoni érdeklődésről a magyar tőzsdekezdeményezéssel kapcsolatban (Járai Zs.). A kötvényaukciók pedig egyre több külföldi látogatót és újságírókat vonzottak. Hardyék minden látogató programját gondosan megszervezték, és pozíciójuknak megfelelő diplomáciai kapcsolatot is próbáltak szervezni a fogadásukra. Különösen 1988 májusától, Grósz londoni beszédétől kezdve nőtt meg a magasrangú érdeklődés, ami közel sem csak tőzsdei szakemberek jöttét jelentette. A következő években folyamatosan érkeztek nemzetközi nagyvállalati felsővezetők (pl. a Sony, a Daiwa elnöke), és a diplomaták Japántól Dél-Afrikáig útba ejtették a tőzsdekezdeményt. (Az érdeklődés a következő évtizeden át, a hongkongi válságig változatlanul nagy volt, évente akár ezer külföldi látogatóra rúgott. Mára, a versenyelőny elmúlása okán ennek alig maradt nyoma.)

A szakmai munka túlmutatott a kereskedés megszervezésén és a törvény előkészítésén: André Kosztolany nemzetközi hírű idős tőzsdéspekuláns tanácsára, miszerint *szerves mozgalom eredményezhet sikeres tőzsdealapítást*, Hardyék a lehető legtöbb résztvevőt igyekeztek beavatni: bankárt, újságírókat, diplomatákat, művészt és állami tisztségviselőt egyaránt. A Világbank és a Valutaalap képviselői – akik akkoriban rendszeresen jártak a Pénzügyminisztériumba és nem mulasztották el a tőzsde felkeresését sem – ehhez még a *politizálás-mentességet* is hozzátették annak érdekében, hogy ciklusváltáskor ne kelljen a kapcsolatokat és az esetleges engedményeket újraépíteni. Ez a törekvés a tőzsde első 14 évére, felvásárlásáig végig jellemző volt, és annak ellenére is érvényre tudott jutni, hogy már a Járait követő 2. tőzsdeelnök, Faluvégi Lajos, és utódja, Bokros Lajos is politikus volt. (Faluvégi közel tíz évig pénzügyminiszter és hat évig tervhivatali elnök, de amire a tőzsdével kapcsolatba került, már nyugdíjas; Bokros 1990-ben még szocialista képviselő. Faluvégi éppen azért mondott le tőzsdeelnöki pozíciójáról, hogy ne tegye ki a tőzsdét a múltja miatti politikai támadásoknak. E gesztusra találunk manapság példát...).

*A pártpolitika tehát nem tudta befolyásolni a tőzsdét;* ugyanakkor Hardyék tudták, hogy a politika *ellen* nem tudnának fejlődni. Ezért kiegyensúlyozottan és nyilvánosan minden politikai erővel tartották a kapcsolatot. Mai politikai viszonyainkhoz képest alig hihető, de ez a stratégia annyira sikeres volt, hogy nem is maradt nyoma olyan kritikának, ami összefüggésbe hozta volna a tőzsdét például Bokros korábbi pártjával –

ehhez persze hozzá kell tenni, hogy Bokros maximálisan szakmai hozzáállása nem is adott erre alapot.

Az 1987 júliusában a HVG-ben megjelent Nyilatkozat az értékpapírpiacon fejlesztéséért aláírói közül kerültek ki az év végén hivatalosan (bár önálló jogi személyiség nélkül) létrehozott Értékpapír-kereskedelmi Megállapodás alapítói, aminek a régi BÁÉT mintájára a Tőzsdetanács volt az irányító szerve<sup>28</sup>. Elnöke – pénzügyminisztériumi váltásáig, 1989 januárjáig – Járai, a titkárság ügyvezetője Hardy lett.

*Tulajdonképpen a kötvénypiaci élmény alapozta meg a tőzsde sikeres indulásába vetett hitet is.* Ugyanígy hatott az alulról jövő, önszabályozó szervezet tapasztalata az angolszász értékpapírjogi modell irányában.

Féllegálisan, de megkezdődött tehát a tőzsde előkészülete. A perdöntő kérdés, az iránymodell tekintetében a résztvevők választása – hosszú, alapos, lelkiismeretes, a lehető legtöbb szereplőt bevonó viták után, a sikeres társasági törvény germán modelljével ellentétesen – az angolszász struktúrára esett. A meglepő, és sikeres döntést alapvetően tőzsdediplomáciai tanulságok és élmények, a nemzetközi gazdaságdiplomácia által delegált személyek (pl. Hans Horch, Világbank; Leonard Appleyard, brit nagykövet; Khambatha Farida, IFC) befolyása döntötte el az angolszász minta javára. Ők győzték meg a Hardy, továbbá egy korábbi és két későbbi pénzügyminiszter (Faluvégi, Bokros és Járai) alkotta csapatot arról a szintén igen lelkiismeretes, gyakran Járaiéknál járó, köztisztelőben álló német jegybankár, Bernhardt Oppenheim és a bécsi tőzsde szintén gyakran átjáró elnöke, Ulrich Kamp számos részletre kiterjedő, germán modell alapú véleménye ellenére is –, hogy az *első prioritás az értékpapír-kereskedelem önálló érdekeltiségének megteremtése, azaz a*

---

<sup>28</sup> A Budapesti Áru- és Értéktőzsde 84 éven át volt Európa egyik vezető tőzsdéje, egy időben a kontinens legforgalmasabb piaca. A tőzsdemozgalom korában Járaiék a lehető legtöbbet próbálták meríteni a BÁÉT szabályzataiból. A XX. század végi értéktőzsdét és az árutőzsdét is személyesen tájékoztatta egy-egy régi bróker a második világháború előtti tőzsdei szokványokról. E két élő legenda: Jancsó Béla illetve Benkő Kónya József volt. „Jancsó Béla mondásaitól néha az asztal alá estünk.” (Bokros L.) Vizsgálódásunk tárgya tekintetében, vagyis a tőzsdediplomácia terén minden bizonnyal lehetne példákat idézni a 84 éven át működő BÁÉT irodalmából, de azoknak a 42 év szünet miatt a dolgozat mondanivalója vonatkozásában aligha lehet aktualitásuk. Annyit érdemes megjegyezni, hogy politikai értelemben a BÁÉT is megelőzte korát, ugyanis 3 évvel a kiegyezés előtt jött létre (a Monarchia összes országára kiadott császári pátens nyomán).

brókerházak létrejötte. Azzal érveltek, hogy *a brókerház önálló piacteremtő érdekeltisége biztosíthatja jobban a piac létrejöttét, az átmeneti gazdaság szabályozási kockázatainak túlélését* – esetlegesen szemben a banki főosztályként működő, és ezért alárendelt érdekviszonyban álló értékpapír-kereskedelemmel (Bokros L. [1988], Járai Zs. [1989], Rusznák T. [1989]). Ugyanakkor még a legelszántabb angolszász tőzsdediplomaták is belátták, hogy az önálló érdekeltiség megteremtéséhez szükséges alaptőke nem áll rendelkezésre a lehetséges piaci szereplők többségénél, ezért a létrejövő értékpapírtörvényben megengedték, hogy száz százalékgig banki alapítású, tehát alaptőkével ellátott, de különálló brókercégek is létrejöhessenek.

Grósz Károly a brit fővárosban tett kijelentése lendíti át a mozgalmat a holtpontra, és elkezdődik a törvény előkészítése. (Ámbátor voltak, akik úgy élték meg a londoni hírt, hogy „ezt is külföldről üzenik meg nekünk” (Bozzai R.)) Annak fényében, hogy a britek milyen gyorsan reagáltak a magyar helyzetre, és a Know How Fund által milyen hatékonyan jelentek meg itt szakértőikkel, még az is lehet, hogy Thatcher, aki teljes mellszélességgel a magyar változások mellett állt, egyáltalán nem véletlenül vitte Grószot a tőzsdeterembe. Az tény, hogy a brit tanácsadók e varázsütésre megindultak Magyarországra felé.

Érdemes megemlíteni még egy szereplőt, amely kezdettől katalizálta a diplomáciai csatornákat. Az 1987-ben létrehozott Magyar Tőzsdealapítvány tenni akarása, oktatási, tanulmányút-szervezési tevékenysége komoly háttérrel biztosított az ügy képviselőinek. Nevében elsőként vette fel hivatalos névként a tőzsde szót. „A hivatalos politikán innen, a civil életen túl” (Csillag I.) szervezték meg az 1988 márciusában – éppen húsz éve – a tőzsdealapításhoz vezető úton mérföldkőnek tekintett Tőzsdekonferenciát a budapesti Hilton szállóban, ahol – akkor először, a változások hatására – számos, külföldön élő magyar származású tőzsdés is tiszteletét tette<sup>29</sup>. Ott volt André Kosztolany; a Chicagóban élő, kitűnő gabonapiaci bróker, Morvay Gábor; továbbá az akkor már évek óta komolyan tőzsdéző külkereskedők (az Agrimpex, a Terimpex, a Monimpex, a Metallimpex, a Mineralimpex) kapcsolatai révén a világ legjelentősebb árutőzsdei brókercégeinek képviselői (Kocsis Gy. [1988]).

Bár a konferencia szervezői – a meghívókban előrejelezve a jelentős külföldi részvételt – igencsak sérelmezték a fogadó oldali diplomácia hiányát, ugyanis a magyar

---

<sup>29</sup> A konferencia eredeti videóit letölthetők a [www.tozsdesztori.hu](http://www.tozsdesztori.hu) web-oldalról.

minisztériumokból alig jött el valaki, a résztvevők mégis ahhoz hasonló euforikus hangulatban fejezték be a konferenciát, ahogy Metternich herceg hagyhatta el a Bécsi Kongresszust.

Tizenöt hónappal a társasági törvény megszavazása után, a már kiírt első demokratikus országgyűlési választások előtt, az Országgyűlés a Németh-kormány egyik utolsó nagy törvényét, az értékpapírtörvényt (1990. évi VI. tv.) egyhangúlag fogadta el. Hardyék még utolsó nap sem voltak biztosak a sikerben, holott Járai ekkor már egy éve miniszterhelyettesként a Pénzügyminisztériumban e törvény előkészítésén dolgozott. A törvénytervezetet benyújtó Békesinek és Medgyessynek viszont nem voltak kétségei. („Az akkor már szép számú független képviselő nagyon támogatta, a kormány és a párt hagyta, a pártfegyelem pedig működött” (Medgyessy P.)).

Hardy hamarosan az USA-ba utazott, hogy ismertesse a törvényt. A világ legerősebb tőkepiaci hatóságának, a SEC-nek az elnöke, az USA-ban nagyon elismert Richard Breeden, Bush korábbi munkatársa fogadta és szervezte programját<sup>30</sup>. A fogadtatás és az érdeklődés a rendszerváltásban éltanuló ország éltanuló intézményének szólt; a 33 éves Hardy Ilona olyan sikert aratott, hogy a látogatás második napjának délutánján minden előjel nélkül magához id. George Bush elnökhöz kapott meghívást a Fehér Háza.

A félórás beszélgetésről készült fotók bejárták a sajtót. Busht különösen érdekelte a rendszerváltás közhangulata, s az, valóban megtörtént-e Magyarországon forradalom nélkül is a generációváltás. A beszélgetést követően Hardyt egész nap egyik sajtótájékoztatóról a másikra vitték, mindenütt telt ház fogadta. Az esemény rendkívüliségét mutatja, hogy arról a budapesti amerikai nagykövetség is csak az amerikai sajtóból értesült. A U.S. News and World Report egész oldalas interjút közölt Hardyval, amelyben Hardy is a külföldi tőke fontosságát hangsúlyozza a hazai likviditás kialakulásában. (Egan, J. [1990], Gergely P. [1995].)

A hazai sajtó és diplomácia Washingtonban tartózkodó képviselői nem mutattak különösebb érdeklődést. A Népszabadság tudósítója nem ment be a sajtótájékoztatóra, a

---

<sup>30</sup> Breeden az USA-ban azóta is elismerik a kelet-európai tőzsdék fejlődése érdekében kifejtett munkájáért, valamint az USA értékpapírtörvénye megsértőinek hatékony felelősségre vonásáért, továbbá azért, mert sokat tett az amerikai vállalatok belépéséért a globális piacra (Wayne, L. [1990]).

magyar nagykövet pedig mással volt elfoglalva, s nehezen tudta Hardyt fogadni<sup>31</sup>, aki megtudta, hogy Antall, az akkor még kevésbé esélyes miniszterelnök-jelölt is Washingtonban van. Elment hát a sajtótájékoztatójára. Alig volt ott valaki; Hardynak az volt a benyomása, hogy a piac kialakulására vonatkozó hírek és személyek jobban érdekelték az amerikai üzleti köröket, a diplomáciát, mint a politika. (Pedig akkor, 1990 januárjában már tudták, hogy választások lesznek. Lawrence Eagleburger amerikai külügyminiszter-helyettes 1990. február végén járt is itt.)

A Bush–Hardy-találkozó hosszú időre a magyar-amerikai kapcsolatok hivatkozási alapja lett.<sup>32</sup>

Eközben Németországban, ahol 8 tőzsde működött, szinte misszióknak tekintik, hogy a rendszerváltó országok be tudják indítani tőzsdéjüket. Frankfurtban, a kontinens legnagyobb tőzsdéjén nagyszabású konferencia keretében oktatták a magyarokat, amire meghívtak román, jugoszláviai, sőt kínai pénzügyi szakembereket is (Tőzsde Kurír, 1990. jún. 14.). Ezt követően, 1989 tavaszán (és később is) a hamburgi és a frankfurti tőzsde magyar tőzsdei szakemberek hathetes továbbképzését vállalta, sőt, a frankfurti tőzsdevezetés a két másik tőzsde bevonásával alapítványt tett a keleti kapcsolat támogatására, amelybe a legnagyobb német bankok is befizettek. (Az Alapítvány a magyar tőkepiac és intézményrendszer fejlesztésére tette lehetővé az említett Oppenheim úr magyarországi tanácsadásait is, hovatovább ugyanez a forrás fedezte az MNB akkori ügyvezető igazgatójának, Bokros Lajosnak és munkatársainak frankfurti jegybanki tanulmányútját a német állampapírkibocsátás témakörében.) A német nagykövetség végig kitüntető figyelemmel segítette a kezdeményezést. A magyar külügy akkor figyel fel e kapcsolatra, amikor 1989-ben a SAT1 tőzsdeműsorában élő adásban közvetítik Schalkhammer Erikát, aki a honi előkészületekről beszél<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> Esztergályos Ferenc egyébként az egyik legfelkészültebb magyar diplomata volt, de valószínűleg nem fordított elég figyelmet a tőzsdére az 1990. januári „nyomásban”, amikor a régi diplomácia már nem volt a régi, de még nem alakult ki az új sem, ugyanakkor igen fontos döntések születtek.

<sup>32</sup> Alig pár hónappal később, májusban, Hardy volt az egyetlen magyar, aki, Jelcin titkárának társaságában Robert Murdoch milliárdos sajtómágnás támogatásával részt vehetett a Demokratikus átalakulás útján című konferencián. Ott kapott meghívást egy kilenc hónapos értékpapírjogi tanulmányútra, amire 1990 őszén el is utazott.

<sup>33</sup> 1989. 04.19-én a SAT Telebörse adásban volt a magyar tőzsde leendő alapításáról egy összefoglaló, amit a Frankfurti és a Hamburgi Tőzsde az említett alapítványból finanszírozott. Korábban is volt már

A német kapcsolat végig nagyon erős maradt; a BÉT 1990. júniusi megnyitójára mind a három tőzsdeelnök eljött, és hogy mennyire képből voltak, arra jellemző például Friedlich von Metzler frankfurti tőzsdeelnök egyik megjegyzése, miszerint mennyire sajnálatos az, hogy a győztes pártok a választási propagandában háttérbe szorították a tőzsde szerepeltetését.

Nemcsak a németek, hanem az osztrákok, az olaszok, sőt a svájciak is komolyan vették a budapesti kapcsolatokat (Ulrich Kamp bécsi tőzsdeelnök már 1985 óta kapcsolatban állt az Értékpapír-kereskedelmi Titkársággal). A hollandok pedig a Menedzsment Konzultációs Programjukon keresztül adtak tanácsokat.

A magyar brókercégek<sup>34</sup> 1990 elején azt észlelték, hogy külföldi bankárok már nem csak Bécsig jönnek, s ott egy osztrák kezét fogva lépnek át a határon, hanem kifejezetten keresik a magyar kapcsolatokat.

A budapesti tőzsde hivatalos megnyitásának időzítése nem kevés diplomáciai érzéket igényelt Hardy részéről. Érezte, hogy az új kormányt is a tőzsdeélmény részesévé kell tenni, s erre egy szép ünnep kiváló alkalom. Kiderült, hogy egy osztrák-magyar bankár, Peter Zelnik cégével, a Girozentraléval júniusra tud elkészülni az ÁVÜ-ben is kísérleti nyúlnak (vagy áldozati báránynak) szánt IBUSZ-részvények kibocsátási tájékoztatójával. S aztán jött egy hír, hogy az Európai Tőzsdeszövetség Budapesten tart kongresszust, így meglett a dátum: 1990. június 21. Azzal fogják bevezetni az IBUSZ-t, s nagyon kell a siker, amihez így a nemzetközi közönség adott lesz, gondolta Hardy.

Már tavasszal felmérték, hány alapító lesz biztos aláírója a tőzsdei alapszabálynak, s összejön-e a törvény által előírt tőke; ezzel rendben is volt minden. A konferenciára is bejelentkezett a tőzsdevilág, jelezték részvételüket a budapesti diplomáciai körök, a nemzetközi vállalati vezetők. Utolsó előtti pillanatban újabb kellemetlenség érkezett a Miniszterelnöki Hivatalból: az államtitkár „igazoló jelentést” kért a tőzsdealapítás megfelelő előkészítettségről. A levél aláírója ugyanaz a személy, aki Hardyékát még az

---

erről a témáról szó ott a műsorban, de ez volt első átfogó riport. Aktualitását az adta, hogy ezzel párhuzamosan zajlott Hamburgban a 12 magyar bankos képzése is. Az oda kiutazókat az ÉKT választotta ki pályázat útján, így vett ezen részt például Száz János, Várhegyi Éva, Rotyis József, Kraudi Adrienne.

<sup>34</sup> Az első specializált brókercég a Co-Nexus volt, majd sorra alakult a többi, jórészt vegyesvállalati formában. Az értékpapírtörvény előtt a bankfelügyelet engedélyezte működésüket, nem túl gördülékenyen.

Értékpapír-kereskedelmi Titkárság időszakában a Pénzügykutató Rt. égisze alatt gesztorként patronálta. Hardyék nyeltek egyet, és megírták a jelentést. Nincs információ arról, mi hangzott el a kormányülésen, de a tőzsdealapítást jóváhagyták.

Antall részvételének lemondása után esett Bokrosék választása Göncz Árpád meghívására. A magasrangú közjogi és kevésbé pártpolitikai köztársasági elnök személye kiválóan illett a tőzsde politikai hozzáállásához is.

A konferencia ünnep volt<sup>35</sup>. A külföld a piacgazdaság megszületését, a hazaiak talán inkább a külföldieket ünnepelték. A kelet-európai országok miniszterei egyre-másra nyilatkozták, hogy jövőre náluk is megnyílik a tőzsde, az országuk iránti bizalom felépítésének eszköze. Itthon az összes napilap a tőzsdével volt tele, külön mellékleteket adtak ki. A külföldi sajtó szerte a világon tudósított, s az új tőzsdetanácsnak frissen megválasztott Bokrosék mindenhol főszerepet kaptak. A nyilatkozó külföldiek egyöntetűen állították, hogy a *magyar tőzsde sikere a magyar gazdaság sikere*, lám, „a tőzsde az ország politikai és gazdasági demokratizálódásának mércéje”. John Whitehead, a frissen létrehozott Magyar-Amerikai Vállalkozási Alap elnöke, volt amerikai külügyminiszter-helyettes nem győzte hangsúlyozni, hogy alapja számára – amelytől az USA-beli cégek sok millió dollárnyi üzletek létrejöttét várják – a tőzsde léte biztosítja a beruházókat a szabályozási kockázat kellő csökkenéséről, a nyugati értelemben vett transzparenciáról.

A konferenciára az SEC teljes felsővezetése, köztük Breeden is eljött, aki budapesti jelenlétével határozottan példát akart mutatni. Ajándékba a New York-i tőzsde részcsengőjének élethű, egy méter magas mását hozta, amivel Hardy másnap, a tőzsde első hivatalos napján az első valódi részvény kereskedésének kezdetét csengette be.

## 2) *Small is beautiful*

A világ még fel sem ocsúdott a BÉT-büvöletből, amikor kitört a botrány. Az IBUSZ-részvények ára itthon ugyanis a kereskedés első három napja alatt a két és félszeresére emelkedett (Bécsben egy nap alatt 893 schillingről 1405 schillingre,

---

<sup>35</sup> Kocsis Gy. [1990]. További forrásul az összes magyar napilap bármelyike szolgál, továbbá a Tőzsde Kurír aznapi ünnepi kiadása.



Budapesten a három nap alatt 4900 Ft-ról 12500-ra ment fel), és ez Bethlen gróf, kormánytanácsadó szerint botrány. Sarkos véleménye megfogalmazásakor elfelejtette figyelembe venni: i) a 23-szoros túljegyzést; ii) a műgyűjtői hisztériát és nosztalgiát, aminek alapján az eufóriában bármi kelendő lett volna (a részvény még fizikai volt, haza lehetett vinni); iii) a tényt, hogy a Novotrade-részvények korábbi bécsi kibocsátása során az ár szintén a 2,5-szeresére ment fel; iv) a tőzsde véleményét a történelekről; v) a helyzetet, hogy negyvenkét év szünet után egy kibocsátás beárazása eleve szerencse kérdése; vi) a következményeket felmérni. Majd amikor láthatóvá váltak a károk, akkor vii) elfelejtett visszakozni.

Ha a magyar kormánytanácsadó külföldi nyilatkozata szerint az IBUSZ nemzetközileg etalonnak tekintett magánosítása nem mérvadó a jövőbeli privatizációra, miközben az állami privatizátor, az ÁVÜ sikertörténetéről beszél, akkor az inkonzisztens országot sugall, ahonnan a tőkét inkább elvinni kell mintsem bevinni oda. Bethlen szerint az IBUSZ-t külföldiek kezére játszva elkótyavetyélték, mondta ezt külföldön (Korányi G. T. [é.n.]). Mással ezt nem nagyon tudta alátámasztani, csak az áralakulással, de Matolcsy sietett csatlakozni az álláspontjához, és a kormány botrányosnak nevezte az ügyet. Parlamenti vizsgálóbizottság kezdett nyomozni az IBUSZ magánosítása ügyében. Ott még egy érvet találtak, azt, hogy a brókerek a kibocsátáson többet kerestek, mint maga az IBUSZ.

A tőzsdetábor felháborodott (pl. Rotyis J. [1990]), és az ügyet nyomon követő külföldiek is (pl. Knight, P. [1990]). A napi látogatók jó részét kitevő külföldi érdeklődő és az őket kísérő követségi személyzet olyasmiket kérdezett, hogy akkor most mégsem lesz itt tőzsde? Bernhard Oppenheim, a Bundesbank szövetségi igazgatójának frankfurti üzenete szerint a probléma inkább abból adódott, hogy ilyen alkalommal nem lehet mindössze 440 ezer részvényt piacra dobni<sup>36</sup>. Számos régebb óta kereskedő bróker

---

<sup>36</sup> Oppenheimnek a magyarországi tőzsdefejlesztésre vonatkozóan több helytálló kritikája között az IBUSZ-szal kapcsolatos nem az első volt. Eleve ellenezte a szegregációt: be is igazolódott, hogy bizonyos szempontból helytelen volt nem megengedni a brókercégeknek az ügyfélszámla-vezetést, holott azok kezelik a pénzt. (Ezt egyébként a tőkehiány miatt nem engedélyezték nekik.) Oppenheim előrejelezte, hogy e tevékenység kényszerű kiszervezése az értéktárba, annak önállósodása után erősíti a konkurenciát is. Ez jóslat a vegyes tulajdonlású, ám éppen ezért függetlenül, önérdek alapján működő Keler esetében be is igazolódott. Ezzel egyidejűleg, a tőzsde túl drágán mérte szolgáltatásait, szabályozottságában pedig túl magasra tette a léceket, és elüldözte a lehetséges kibocsátók jó részét a konkurens tőzsdén kívüli (OTC)-piacra, aminek elszámolását a Keler viszont felvállalta.

sietett leszögezni, hogy az értékpapír a legjobb exportcikk, dollárkitermelési mutatója messze a legmagasabb, ezt kellene a kormánynak támogatnia (pl. Németh T. K. [1991]). A Magyar Gazdasági Kamara egy emberként reagált és nagyon negatívnak értékelte az utólagos beavatkozást a privatizációba. Bokros a rádióban nyilatkozta, hogy az állam nem esett el semmiféle bevételtől akkor sem, ha alulárzottnak tekinti a kibocsátást, mert ez tőkeemeléses privatizáció volt, így a részvényeladás bevétele az immáron privát cég tőkéjét növeli. Tömpe is érvelt, de bármit mondott, a vita nem ezen a síkon dőlt el: a tét valójában a hatalmi harc, a privatizáció teljes bevonása a kormány hatáskörébe, mert a magánosítás az előző kormány által létrehozott nagy lebonyolító hivatallal politikailag túl kockázatosnak találtatott. S közben Antall azt mondja a New York-i tőzsde vezetőjének, John Phelannak, akit fogad, hogy inkább Bethlenben kételkedik, de erről nyilatkozni elfelejt. Végül, július 6-án Matolcsy képviselője útján úgy nyilatkozik, hogy mégsem tartja botrányosnak az ügyet, de addigra a bizalom odavan. Tömpe megy, a botrány marad.

Az IBUSZ profitja egyébként reálgazdasági okokból 1990 végéig 43%-kal esett, vagyis Bethlen állításai végképp megsemmisültek; de ez nem vigasz a tőzsdének, amely ezt követően másfél évig, sőt inkább az 1994-ben beinduló Kisbefektetői Részvényvásárlási Programig nem jutott programszerű privatizációs szerephez<sup>37</sup>.

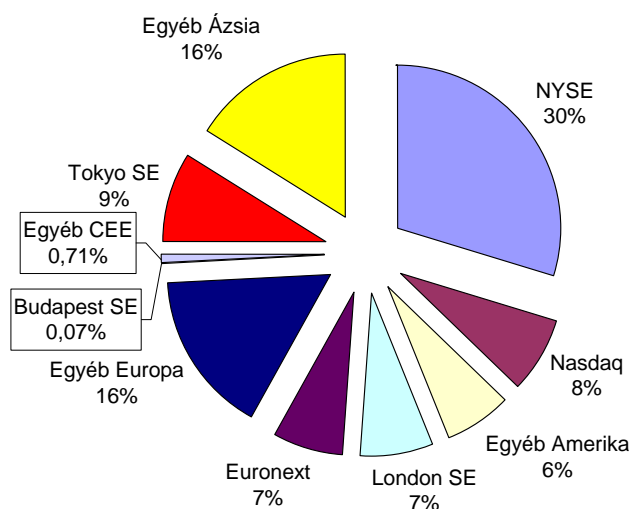
Nincs arra jobb példa, mennyire bízott a világ a magyar rendszerváltásban és a tőzsdében, mint hogy a világ egyik legjelentősebb brókercége, a Merrill Lynch egy magyar privatizációs befektetési alapot és két magyar tőzsdei alapot indított egyszerre: a 100 millió dolláros vagyonnal induló Hungarian Investment Companyt és a 80 millió dolláros First Hungary Fundot, továbbá az Austro-Hungary Fundot (Fuerbringer, J. [1990]). Külön érdekesség, hogy ez volt a Merrill első kibocsátása a SEC híres 144A-s szabálya alapján, aminek értelmében az intézményi befektetők egymás közt kereskedhetnek strukturált termékekkel, míg USA-beli magánbefektetőkkel nem adhatják-vehetik e papírokat.

---

<sup>37</sup> A KRP az Antall-kormány társadalomformáló programja a választások előjátékában, de végül kudarcba fullt. Fő támogatója Szabó Tamás, az ÁVÜ minisztere, aki elképzelésével egyedül maradt. Állami vagyonkezelő az Ibusz után egy teljes évig egyáltalán nem kezdeményezett tőzsdei kibocsátást, 1994 júniusáig, azaz 4 éven át csak 6 privatizációs kibocsátás történt – 1 éven belüli 20 volt az ígélet... (1991-ben a Bonbon és a Styl, 1992-ben a Danubius és a Pick, 1993-ban a Prímagáz, a Globus és a Balaton Fűszért (Korányi G. T. [é.n.]).

Még mielőtt belemennénk abba, hogy mennyire nem váltotta be a tőzsde az ünnepi reményeket, tegyük a forgalmakat a mindenkor meghatározó összehasonlítási alapra, a peer group mellé. A BÉT első tíz havi forgalma minden kötést beleszámítva 10 milliárd volt. Ez 136 millió USD, ami annak a tükrében nem is annyira elszomorító, hogy a jóval fejlettebb bécsi tőzsde 1984-ben 114 millió USD forgalmat bonyolított le. Az első évi forgalom és a kapitalizáció aránya ráadásul megegyezett az akkor feltörekvő piacnak számító portugáliai és a chilei adatokkal. Venezuela volt 1990-ben a sztár, de tőzsdéjének forgalma az előző évben kevesebb mint 100 millió USD volt. A BÉT-en a napi átlag 17 millió Ft (a tőzsdenyitás napján a forgalom felment 60 millió Ft-ra), ez 1991-ben 41 millióra növekedett, jórészt külföldi befektetők jóvoltából (Hardy I. [1990]).

3. tábla: A budapesti tőzsde részesedése a világ tőkepiacán (2007): a részesedés Magyarország világgazdaságbeli súlyával összevethető. Forrás: BÉT



– Small is beautiful – mondja Bokros Thatchernek a Váci utcai tőzsdeterem bejáratánál. Thatcher örömmel hallgatja, miközben Bokros mellett halad a Váci utcai irodaközpont galériáján. Bokros ekkor, 1990 szeptemberében az ő saját szavait idézte, mintegy mentegőzéseképpen a tőzsde kis számai miatt (Webster, Ph. [1990]). Thatcher

Prágából jött, ahol ünneplő tömegek és díszlovások köszöntötték<sup>38</sup>, de itt még jobban érezte magát. Antallnál kezdte, majd a tőzsdén folytatta.

– Csodálatos – fordult a tőzsdeelnökhöz –, hogy az önök kormánya is úgy látja a világot, ahogy mi, Londonban.

Thatchert láthatólag a csendes forgalmú terem kis méretei sem zavarják, ellentétben az őt kísérő újságírókkal, akik nem mulasztják el léghőmérővel mérni a tőzsde hatékonyságát, s azt is felemlítik, hogy Bokros nem régen még MSZP-képviselő volt. De Thatcher az összes fórumon hangsúlyozza: ahol valódi tőzsde van, ott demokráciának és piacgazdaságnak kell lennie.

– Kezdetnek szép – összegzi Thatcher az egymillió dolláros napi forgalmat soha el nem érő üzletmenetet, és Bokros megkönnyebbül. – És önök Moszkva előtt járnak! – teszi még hozzá a Vaslady. Bokros aztán még elmondta, hogy a kormány megígérte: rövid távon húsz tőzsdei privatizációt, és három éven belül kétezer zártkörű privatizációt hajt végre.

Thatcher Budapesten többször hangsúlyozta szimpátiáját, olyannyira, hogy Antallt meg is hívta a brit konzervatív párt októberi konferenciájára is. Oda Havel csehszlovák elnök nem kapott meghívást.

Az első tőzsdei évfordulón már látszott, mennyi nehézséggel jár itt a rendszerváltás, s mennyi a bizonytalanság. A külföldi lapok rendre és pontosan beszámoltak a kiábrándulásról. Az egyéves évfordulót követően megjelent külföldi cikkek legjobb esetben is vállveregető hangneműek voltak, és nem mulasztották el a „várakozásokon aluli” mutatók elemzését. (Még olyan észrevételt is tesznek, hogy „Budapesten nincs egyetlen teljes munkaidős részvényelemző sem”. (pl. Boyes, R. [1990], Denton, N. [1990], Crovitz, G. [1990])). Mindezt tetézte a tőzsdei privatizáció befagyasztása, és a tőkepiac fejlesztési igényének elhanyagolása. Nemcsak a privatizáció pang, hanem a nemzetközi helyzetben két évvel korábban tapasztalt eufória és az ezzel járó figyelem és tőkevonás is lanyhul.

---

<sup>38</sup> Csehszlovákián, Magyarországon és Svájcban át vezet Thatcher útja Párizsig, ahol 35 ország képviselői vettek részt a az Európai Biztonsági és Együttműködési Konferencián és elfogadták a Párizsi Chartát (1990. nov.). Bár az EK nem sokkal korábban még nem akar nyitni, mert az 1992 végéig befejezendő belpiaci stabilizációt helyezi előtérbe, Thatcher már budapesti útja előtt, augusztusban meghirdette a nyitott ajtó politikáját a kelet-európai országokra vonatkozóan.

### 3) *Álmunk, a regionális vezető szerep*

Magyarországot a Nyugat az 1956-os forradalom (utólagos) csodálatán kívül az 1968. január elsején hosszas előkészület és széles társadalmi, kül- és belpolitikai konszenzus mellett bevezetett új gazdasági mechanizmus révén, s különösen az 1982. májusi valutaalapi belépéstől kezdve a régió leginkább reformpárti országának tekintette. Ez az imázs visszajutott az ország- és a pártvezetés fülébe, s attól kezdve minden alkalmat megragadtak, hogy nyugatiak előtt maguk is hangsúlyozzák ezt (Berend T. I. [1987], Marjai J. [1984], Rimaszombati E. [1990]).

#### 4. *A szovjet tömb megnyílásában szerepet játszó politikai és gazdasági események, tőzsdei fejlemények, amelyekben Magyarország időbeli elsősége nemzetközileg elismert*

- 1968 Az új gazdasági mechanizmus elnevezésű átfogó gazdasági programmal a totális forráselvonást beszüntetik és egyéb piachelyettesítő reformokat vezetnek be
- 1973 Csatlakozás a GATT-hoz
- 1982 Csatlakozás a Világbankhoz és a Nemzetközi Valutaalaphoz  
Engedélyezik a vegyesvállalatokat, a kisvállalkozási formákat és a kötvénykibocsátást
- 1984 Egyedi minisztertanácsi rendelettel kft.-ket, rt.-ket engedélyeznek  
A vállalati önkormányzat bevezetése, egyes vállalatoknál igazgatóválasztás
- 1985 Módosul a választási rend, függetlenek is bekerülhetnek a parlamentbe
- 1986 Megrendezik az első lakossági kötvényaukciót
- 1987 Kialakítják a kétszintű bankrendszer  
Kibocsátják az első vagyonjegyeket  
Aláírják az Értékpapír-kereskedelmi Megállapodást az értékpapírpiac fejlesztése érdekében  
Kezdődik a magyar glasznoszty, élén Grósz Károly
- 1988 Bevezetik az általános forgalmi adót és a személyi jövedelemadót  
Megrendezik az első tőzsdenapot a Váci utcai bérelt teremben  
Megalapítják az első brókercéget, a Co-Nexust  
Grósz Londonban bejelenti a tőzsdealapítást  
Elfogadják a társasági törvényt.

- 1989 Bush a nyáron Budapestre<sup>39</sup> látogat  
 Megnyitják az osztrák-magyar határt  
 Elfogadják a sajtószabadság, a gyülekezési jog és a sztrájkjogot szabályozó törvényeket és a tulajdonszerzést engedő Földtörvényt  
 Elkezdődik az irányított gazdasági liberalizáció  
 Az EK bejelenti a PHARE programot, a tőzsde később ebből támogatást nyer  
 Kikiáltják a köztársaságot, megszűnik az MSZP  
 A négyigenes népszavazás szentesíti a rendszerváltást.
- 1990 Elfogadják az első értékpapírtörvényt, továbbá az Állami Vagyonügynökségről, és a kiskereskedelmi privatizációról szóló törvényt  
 Megrendezik az első szabad országgyűlési választásokat  
 Létrejön a Magyar-Amerikai Vállalkozási Alap, és megjelenik a Financial Services Volunteers Corps, amely a tőzsdének tanácsadókat fizet  
 Megnyílik a Budapesti Értéktőzsde, s kft. formájában a Budapesti Árutőzsde  
 Magyarország belép az Európa Tanácsba.
- 1991 Elfogadják a magyar jegybanktörvényt, amely még a franciát is megelőzi  
 Megszavazzák a befektetésialap-törvényt és az első kárpótlási törvényt  
 A kormány társulási szerződést köt az EK-val  
 Magyarország az OECD tagjává válik  
 Megkezdődik Magyarország akkor legnagyobb nemzetközi projektje, a tőzsde kereskedésszisztéma-fejlesztése a Phare és a MAVA támogatásával (2 M ECU)<sup>40</sup>.

Bokros tudta: *e negyedszázados elsőség felelősségét a tőzsdének, a folyamat beérését és kibontakozását megtestesítő szervezetnek is viselnie kell.* Ebben sem kormányzati, sem hazai diplomáciai segítséget nem kapott, a külföld ugyanakkor egy szempillantás alatt mellé állt.

---

<sup>39</sup> Fél évvel a beiktatása után jött Magyarországra, majd innen Lengyelországba ment Bush, aki akkor még egyértelműen a szovjet-amerikai viszonyoknak rendelte alá a magyar-amerikaiakat is. Nyilvánvalóvá vált, hogy az USA nem előlegezi meg a politikai változást egy nagyszabású gazdasági segéllyel. (Nyers R. [2002].)

<sup>40</sup> Később, 1993-ban indul még egy kormányfinanszírozású tőzsdei projekt, amikor a tőzsde francia állami támogatást kap a határidős piac fejlesztésére (BÉT-MATIF projekt, 100 millió Ft. értékben).

A tőkepiac honi diplomáciai megítélése a sikeres tőzsdenyitás ellenére nem tudott javulni, közvetítő szerepe továbbra sem tudott megerősödni. A külföld ezért továbbra is közvetlenül szerezte be az információkat és vonta le a következtetéseket:

- a tőzsdei tényadatok nem adtak okot a derűre
- a kormány hozzáállása nem gyújtott fényt az alagút végén
- a brókercégek tőkehiánya is akadályozta a nagyléptékű tőzsdestratégia-fejlesztést.

A külföldi sajtó úgy látta, hogy a magyarok nem tudták, mire vállalkoztak a rendszerváltással. Mára kiderült, hogy ez nem megy – olvasható a cikkekben, némi csodálkozással annak láttán, hogy a vállalkozó szelleműnek tekintett magyarokban mégis mennyi paternalizmus ragadt (Greenhouse, S. [1990]). Nem tudni, mennyire kommunikálta a magyar diplomácia ennek az ellenkezőjét, de egyes nyugati körök is úgy látták, hogy a nyugati integráció a Kelet belpolitikai szétesésével párhuzamosan zajlik, rendkívüli feszültségeket okozva, s ezek az ország balkanizálódásához vezethetnek (Boyes, R. [1991]). Ezek a körök ezért is tartották az EK-társulási szerződést még nagyobb jelentőségűnek (azzal együtt, hogy társult tagság nincs, tehát ezzel nem léptünk be de facto ez EK-ba), mint egy nem rendszert váltó országban.

A külföldi és a belföldi sajtó által egyöntetűen riasztó jelnek látott belpolitikai folyamatban kiemelendők az állami kézivezérlés visszatérésére utalóak, amire nemcsak az ÁVÜ-kormány csata volt a példa. A helyzetre a hazai értelmiség egy része a „demokrácia minimumfeltételeit tartalmazó” Demokratikus Charta aláírásával reagált (1991. szept.). Ezt Antall rendkívüli támadásnak élte meg. Az aláírók között több bizalmasa is ott volt, például Surányi György jegybankelnök, akit Antall nevezett ki, s tett ezzel a világ legfiatalabb jegybankelnökévé. Surányi rendkívül elismert volt, de ettől a lépéstől széke inogni kezdett.

Ekkor, 1992-ben történt, hogy az ÖMV bevezette volna kötvényeit a budapesti tőzsdére. Magyarországi benzinkút-hálózatának fejlesztésére tervezte kibocsátani a kötvényeket, amiket a budapesti tőzsdén lehetne forgalmazni. A terv Bokrosékba a komor 1992-es évben lelket öntött, példaértékű tranzakciónak szánták. A külföldi székhelyű vállalat itthoni kibocsátásához devizahatósági engedély kellett, amit a jegybank adhatott ki. És a jegybankelnök nem adta ki az engedélyt – talán ezzel menteni próbálva a menthetőt még. Hardynak ez volt az utolsó csepp a kiábrándultságtól úgyis

csordultig telt pohárban és lemondott, amit a tőzsdei szereplők megrendüléssel fogadtak. Antall is döntött, és lemondatta Surányit (1991. dec. 7.). A lépés hazai és nemzetközi felháborodást okozott (The Economist [1991]).

A már az IBUSZ-botránnyal beálló parlamenti fagy ismét egy külföldi, magas rangú politikus hatására olvad meg, akkor, amikor 1992-ben a John Major brit miniszterelnök magyarországi látogatása során először a tőzsdére megy el. Látogatása során a Parlamentben is beszédet mond, ahol kiemeli a tőzsdét, mint a legfontosabb intézmények egyikét. Visszaemlékezik arra, hogy John Redwood brit vállalkozásügyi miniszter már 1989 végén, budapesti látogatásakor is sajnálta, hogy nem az angolok voltak itt az elsők és a legnagyobbak a rendszerváltáskor<sup>41</sup>. A politikusok fel is figyelnek az üzenetre, s lehető legjobbkor jön az enyhülés: 1992 a pesti tőzsde kiábrándult, komor éve.

A miniszterelnököt követő következő magasrangú brit politikus a londoni főpolgármester volt, Sir Paul Newall (1994. júl.), aki megérkezésekor közölte, hogy egész Magyarországból a főváros és a tőzsde érdeklí a legjobban, ahol aztán konkrét tanácsokat is osztott, mivel korábban maga is bróker volt a Cityben. Annyira megtetszett neki a BÉT, hogy ott helyben átszerveztette üzletemberektől népes delegációjának programját annak érdekében, hogy minél több időt tölthessenek a Vörösmarty téri tőzsdepalotában. Látogatása hagyományteremtő volt, azóta is több utódja járt a BÉT-en már.

Egyébként a Lord Mayort fogadók emlékei szerint a londoni főpolgármester ittléte volt az első alkalom, hogy Budapest főpolgármestere maga is meglátogatta saját tőzsdéjét.

A politikai helyzeten kívül a tőzsde első éveinek fő problémája az értékpapíripiaci kínálati hiány volt. E tekintetben egyik tőzsde sem tud eléggé kezdeményező lenni, hiszen bevontatni nem tudja a kibocsátókat a parkettre, de mindent meg kell tennie piacának fejlődése érdekében. Erre, s az intézményrendszer felépítésére a tőzsdések szinte minden energiája elment, s így *nem fordítottak kellő figyelmet a tőzsdéközi diplomáciára, pedig ott a BÉT jobb pozícióból indult. A kelet-európai tőzsdeszövetség létrehozása a*

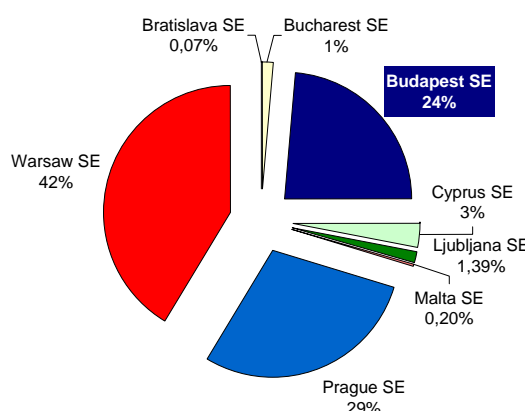
---

<sup>41</sup> 1995 végéig az USA a legnagyobb magyarországi befektető, a sorban utána Németország, majd Ausztria jött (Csáki – Sass – Szalavetz [1996].)



magyarországi tőzsde megalapításakor már napirenden volt, de számos okból kifolyólag állandó halasztást szenvedett, s mire a BÉT erőforrást talált volna a projektre, addigra elvesztette kedvező helyzetét. Pedig a Nyugat ezt várta; a régiót mindig is egységes befektetési területként kezelte, s a Kelet rendszeres segítségnyújtási kérelmeiből jó stratégia mentén össze lehetett volna forrasztani egy szerves koncepciót. A honi tőzsdeszervezés e téren maga múlta alul lehetőségeit.

5. Tábla: A BÉT forgalma ma kelet-európai összehasonlításban. Forrás: BÉT



A másik két nagy kelet-európai tőzsde, Varsó és Prága 1994-re ledolgozta hátrányát, s 1995-ben Varsó már egyértelműen úgy látta, ott lenne a szövetség székhelye; ezen a BÉT megsértődött. 2001-ig, a piaci konszolidáció mélypontjáig a kelet-európai tőzsdeszövetség egy-két közös index megalkotásán kívül teljesen lekerült a napirendről<sup>42</sup>. S amíg a külföldi elemzők a varsói tőzsdét annak méretei révén nem féltették, a BÉT-et belföldön és külföldön egyre többen figyelmeztették az elszigetelődés veszélyeire (Szeles – Marosi [2001]).

<sup>42</sup> A „keleti hatás” soha nem volt átütő. Az egyik legátfogóbb javaslat Ukrajnából jött 1992-ben, ez volt az East European Stock Exchange Forum. Tagjai Belorusszia, Bulgária, Litvánia, Moldova, Lengyelország, Oroszország, Szlovénia, Ukrajna, Csehország és Szlovénia, Észtország és Magyarország lettek volna azzal a céllal, hogy a Baltikum e szövetség szinergiáját kihasználva, a nemzetközi értékpapírpiac megteremtése útján biztosabban tudjon integrálódni a világ gazdaságba. A következő projekt 2001-ben kezdődött, amikor Varga Mihály pénzügyminiszter felveti a tőzsdeszövetség létrehozását, ám ez a tőzsdék támogatása híján – egy tanulmány elkészültével – abbamarad (Szeles – Marosi – Muszely [2002]).

#### 4) *Árutőzsde: külön utakon, avagy a nagy lehetőségből a semmibe*

Nem hagyható ki a hazai tőkepiac diplomáciai hatásvizsgálatból a másik intézmény, a Budapesti Árutőzsde kezdetben rendkívülinek tűnő külkapcsolatai sem. A BÉT-hez képest is még kevésbé közismert, *a BÁT kialakulása közvetlenül hatott a magyarországi gazdasági rendszerváltás egyes szakaszaiban.* Ennél fogva a BÁT diplomáciai viszonyokat érintő eseményeinek áttekintése nemcsak érdekes, hanem tanulságos is arra nézve, mekkora potenciált hordozhatott (hordozhat) az árutőzsde egy Magyarországhoz hasonló agráradottságú gazdaságban, ahol hagyománya van a gabonapiacnak, és ahol a külkereskedői elit szakmailag nemzetközi mércével is harminc éve kiváló. A vizsgált időszakban, a rendszerváltás korában, sőt, azt megelőzően is, *a külkereskedőknek nem elhanyagolható diplomáciai küldetésük is volt,* s ezt a magyarok piacfejlesztésre tudták fordítani. (A BÁT történetét a Függelék tartalmazza.)

Ha a BÁT e dolgozat írásának idejére viszonylag nyilvánvalóvá vált kudarcba fulladásának mezőgazdasági szabályozási okaitól eltekintünk, akkor az látszik, hogy e tőzsde történetét a nagynak tűnő lehetőségekhez mérten egy jóval lassabban fejlődő, és ezért azokat megvalósítani nem képes szervezet és piac viszonya jellemzi. S bár a BÉT a nagy versengés idején (1992-1998) úgy látta, hogy a BÁT-nak különös politikai támogatottsága van, utólag látszik, hogy az csak egyes személyek szakaszos támogatásából állt, s az árutőzsdének 1994 után már nem volt meg a megkívánt fejlődéshez szükséges háttere még saját felhasználói és szabályozói részéről sem.

Az árutőzsde történetében létrejött diplomáciai viszonyok – mint az a történetben nyomon követhető –, az esetek túlnyomó részében *a BÁT méretéhez képest nagyságrenddel magasabb színvonalat képviseltek, mint amennyit a magyarországi árutőzsde szervesen be tudott fogadni.* A külföldi együttműködések sokkal szervezettebb külkapcsolati projektmenedzselést igényeltek volna annak érdekében, hogy a kívánt és a benne rejlő eredményeket valóra váltsák. A nélkülözhetetlen, átfogó, belső és külső kapcsolatokat átfogó projektmenedzsment pedig valóban luxus, amit egy napi küzdelmekkel szembesülő szervezet aligha képes megengedni magának.

*A BÁT belső fejlődése – hazai szervezeti és piaci támogatottságához képest – így is rendkívüli volt, s ha hamarabb jön létre a szükséges szervezeti és szabályozási támogatás (vagyis a Keler-tagság és az árutőzsdetörvény), továbbá 1997-1998-ban nem*

*jön a mindent elsöprő válság, talán fel is tud nőni külső kapcsolataihoz is.* Nagy vonalakban ismerve a BÉT jelenlegi stratégiáját (a BÁT 2005-ben beolvadt a BÉT-be), nem valószínű, hogy különösebb árupiaci áttörés várható, ha csak nem következnek be a gyakori jóslatokban szereplő világméretű alapanyag-drágulás, ami a mezőgazdasági piaci szereplőket tőzsdei fedezeti ügyletek kötésére készíti, illetve spekulánsok tömegeit a tőzsdére vonzza.

A BÁT történetének külkapcsolatai három téma körül tagolódnak.

- *Chicago, Chicago, Chicago.* A BÁT 1990-es nyitáskor a jól ismert chicagói minta volt az egyetlen elképzelhető fejlődési út, s ezt Morvay működése tartotta életben. Ő már a Tőzsdekonferencián bemutatta külföldi szakmai kapcsolatait, amelyek révén a magyar árutőzsdések (és az árutőzsde ügyet felkarolók) gyakran indultak chicagói tanulmányútra (Világgazdaság, 1988.] A BÁT megnyitáskor egy korábban Budapesten aktív, de a chicagói CME tőzsde megbízottjaként a panamai tőzsde fejlesztésével foglalkozó washingtoni ügyvéd, Ralph Blackman kiküzdötte az USA külkereskedelmi minisztériumánál, a State Department of Trade and Developmentnél, hogy USA-beli kormányzati forrásokból pénz jusson az amerikai tőzsdék kelet-európai fejlesztésekkel kapcsolatos tanácsadására. A két mamuttőzsde, a CBOT és a CME 1990 nyarán összerakott egy húszoldalas pályázati anyagot, amelyben exportfejlesztés címén több tízmillió dolláros megtérülést jeleztek előre (Futures and Options World [1991]). A minisztérium rábólintott, a chicagóiak pedig felkerekedtek és eljöttek Budapestre. Ez a diplomáciai akció, majd a tanulmány volt az árutőzsde állandó hivatkozási alapja a későbbiekben. Így került sor egy rendkívüli tőzsdetörténeti eseményre, a két tőzsdevezetés budapesti találkozására. Éppen a taxisblokádnál érkeztek<sup>43</sup>, talán ezért nem volt kormányzati szándék az érkező tőzsdészakemberek fogadására. Bár Keresztesiéknek magyarázatként az is eszükbe jutott, hogy az amerikaiak nem a Külügyminisztérium közreműködésével, hanem közvetlenül léptek kapcsolatba a tőzsdével, s talán ez nem tetszhetett magyar kormánykörökben. Akárhogy is, a világ összes tőzsdei lapja erről a budapesti

---

<sup>43</sup> A CME és a CBOT vezetősége, William O'Connor és John Gerdermann húsz éve nem ült közös asztalnál. A tiszteletükre rendezett konferencián a megnyitót tartó kiskisgazda miniszter „azt sem tudja, hol van” (Keresztesi Sz.). Pedig Kelet-Európában akkor gyakorlatilag csak a BÁT látszott ki a földből, úgyhogy a chicagói tőzsdeguruk egyenesen Budapestre jöttek, s innen repültek tovább Moszkvába.

találkozásról, az Első Kelet-európai Árutőzsde Konferenciáról írt. Ezt követően, a másfél évig készülő, a gabonapiac fejlesztését majd a devizapiac elindítását javasoló vaskos amerikai tanulmányt egy konferencia keretében mutatták be Budapesten, 1992-ben; az előadó a CME elnöke, Jack Sandner, akinek kedvéért Kupa Mihály pénzügyminiszter is megjelent. Sandnernek gondja volt arra is, hogy egy kongresszusi képviselőt is magával hozzon, aki külön is tájékozódott a magyarországi lehetőségekről<sup>44</sup>. Végül a tanulmány önmagában nem haladta meg az árutőzsdék akkori tudását, mivel a BÁT nem tudta eléggé koordinálni a vizsgálódás területeit, a tiszteletdíj pedig kimerítette a minisztériumi támogatási keretet, így az együttműködés ebben ki is merült.

- *A közép-európai regionális gabonapiac megteremtését* a rendkívül szegmentált gabonapiac és az eltérő piaci működés mindig elodázta, holott a tervnek monarchiabeli gyökerei, tehetséges felkarolói és valós piaci háttere volt. A cél az egységes, Duna-menti gabonapiac kialakítása volt; kezdetben még a Világbank is közvetlenül támogatni kívánta az elképzelést, sőt, az ötlet az EBRD-nek és az IFC-nek is tetszett. Rendkívüli lehetőség előtt állt a BÁT, amikor az IFC komolyan kezdett az üggyel foglalkozni – de a tervből végül semmi nem lett. Az IFC ugyanis nem sokkal korábban fektetett be a szingapúri tőzsdébe, ott vett meg tőzsdetagságokat, s azok értéke rohamosan emelkedett. Itt is ez volt a terv, de ezt a washingtoni lengyel lobbiz megakadályozta, az IFC így végül a gyakorlatilag nem létező varsói árutőzsde helyeinek 30%-át vette meg. Onnan évekkel később az ingatlan eladásával tudtak nullszaldóval kiszállni. A gabonapiac fejlesztésének egyik utolsó lehetősége Magyarország EU-csatlakozásával szűnt meg, mivel a határidős gabonapiacot kedvezőtlenül érintő EU-szabályozás elől ide tudott volna kerülni a határidős gabonapiaci forgalom.

- *Nemzetközi Energiatőzsde*: A gabonapiaci elképzelések leszálló szakaszában új ötletnek kellett ahhoz jönnie, hogy ismét Budapestre lehessen csábítani az árupiacok szereplőit. Ez az új ötlet az olaj volt. 1992-ben már sikerült tető alá hozni egy megállapodást a Nymex olajtőzsdével, de az igazán nagy szereplők, az oroszok érdeklődése a budapesti energiatőzsde létrehozására 1993-ra ért meg annyira, hogy

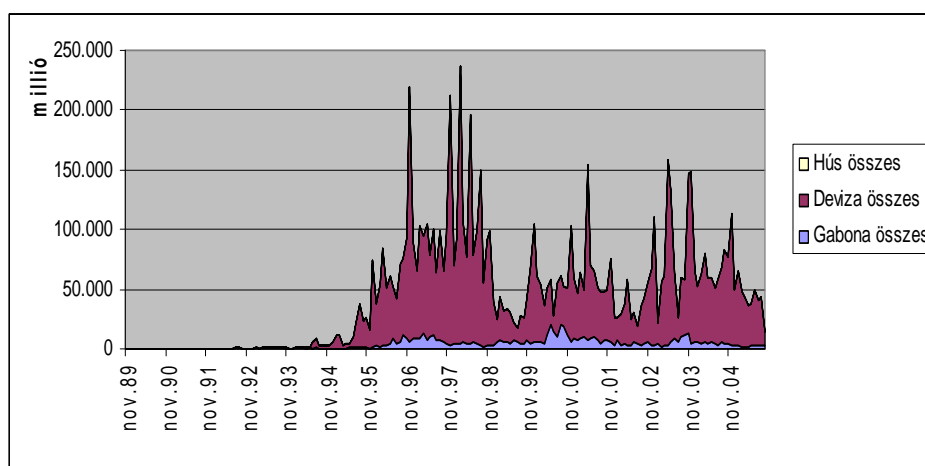
---

<sup>44</sup> Annak nincs nyoma, hogy magyar tőzsdei küldöttek valaha megengedték volna maguknak, hogy parlamenti képviselő elkísérje őket külföldi útjaikra. Vagy talán efféle ötletet nem is fogadtak volna szívesen, talán még regionális kezdeményezés során sem.

konferenciát tudjanak rendezni a témáról. Akkor Moszkva még nagyon messze lett volna egy ottani nemzetközi tőzsde létrehozására. Ebben az időszakban kezdődött itthon az olajpiaci liberalizáció is, ami a magyar résztvevőket felcsigázta. A konferencián (1993. nov.) az egész olajosvilág részt vett, és eljött Kádár Béla is. Keresztesiék méltán bízhattak az ügyben. Csakhogy ezután kezdte meg az olaj ára a lejtmenetet, valamint itthon kitört az olajszökítési botrány és a kormány a piac visszaállamosítása mellett döntött. Százhalombatta készen állt az olajforgalmazásra, a Keler az elszámolásra, a tőzsdei kontraktusok elő voltak készítve, de a rendkívül figyelemreméltó kezdeményezés abbamaradt.

- *Nemzetközi szervezeti integráció.* Az értéktőzsdékkal ellentétben az árutőzsdéknek a BÁT létrejöttékor nem volt nemzetközi egyesületük, se nemzetközi konferenciái. A közös érdekképviselő és fórum, a Határidős Tőzsdék Nemzetközi Szövetsége létrehozását a BÁT 1997-ben, fénykorában kezdeményezte, rendkívül sikeresen. A magyar külügy ezt kezdetben felvállalta, de gyakorlatilag azóta is kihasználatlanul maradt az a siker, hogy a világ vezető tőzsdéi lettek azonnal tagjai az 1998 novemberében 11 taggal alapított nemzetközi szervezetnek, amelynek titkársága azóta is Budapesten működik.

#### 6. A BÁT forgalmának alakulása megalakulásától beolvadásáig (HUF). Forrás: BÉT



A magyar arany mindezidáig nem tudott utat törni magának a tőzsdén keresztül, holott Magyarországnak e téren valódi esélye lenne a térségi központ cím elnyerésére is. Elképzelhető, hogy amennyiben a két tőzsde nem öl annyi energiát az egymás elleni harcba, hanem szervesen, a diplomáciával is együttműködve használják ki a létező és

egyébként fel is ismert szinergiákat – amik által például jóval teljesebb szolgáltatást tudhattak volna a brókerek is nyújtani –, és végbemegy az árupiac nemzetközi piacra jutása, valamint az EU-csatlakozási tárgyalások során a diplomácia érvényesíteni tudja ezt az érdeket, ma akár integrált, sikeres árupiaci tőzsdézésről számolhatnánk be.

##### 5) *A tőzsdei tulajdonviszonyok és a diplomácia*

S végezetül, álljon itt egy kis magyarázat arra vonatkozólag, hogy miért nem foglalkoztunk a dolgozatban idáig az újságoknak a tőzsdével kapcsolatban manapság kedvenc témakörével, a tulajdonosi körrel.

A rendszerváltás kori viszonyokban a tőzsdék szövetkezeti elven működtek; hosszas viták után ezt a formát találták a piac embrionális szakaszában a leghatékonyabbnak. Legyen mindenki a mozgalom tagja, érezze úgy, hogy hathat és alkothat, hadd növekedjen a piac. Profitabilitásról úgysem lehetett beszélni, tehát még nem volt ott akkora vagyontömeg, amin osztozkodni lehetett volna; és eleve minden pénzt elvitt a fejlesztés. Ezért kapott tagi választás útján mandátumot a vezetőség, amelynek minden feladatot el kellett látnia, így tőzsde a külhoni és belföldi képviselőt, érdekérvényesítést, a kezdeményezések befogadását és feldolgozását is. Ennek a formának a megváltoztatását – szerte a világon így zajlott – alulról jövő úton csak a profiton történő osztozkodás igénye, felülről pedig erőteljes stratégiaváltás indokolhatja, mint például a nyilvános tőkebevonás mint cél, vagy más módon történő privatizáció vagy fúzió. A BÉT átalakulását a versenyképesebb működést kikényszerítő társasági forma indokolta – más stratégiája nem volt. Ezután, nem a tőzsde által szervezett módon, az irányítást külsős befektetők vették át.

E tranzakciónak volt diplomáciai üzenete, *szerencsére* pozitív – ugyanis az új tulajdonosi kört Európa szakmai befektetőnek tekinti, ami a *BÉT mint piac tőkevonzó képességét fokozhatja, ezáltal a változás a legfőbb célnak meg is felel*. Ma a BÉT nem kereskedői, hanem tulajdonosi akarat alatt áll tehát, és fő célja nem lehet más, mint versenyképességének megőrzése, inkább fokozása, azért, hogy piaci, esetleg tulajdonosi integráció útján megtalálja és megőrizze helyét a világban, teljesítve a modern kori diplomácia célját is.

## V. *Az elcsúszott dimenzió. Összefoglalás*

A dolgozat kiindulópontja az, hogy a tőzsde az állam piacra jutásának egyik fokozata, eképpen szerves közege a gazdaságdiplomáciának is. A magyarországi tőzsde a rendszerváltó évtizedben nem tudta betölteni a katalizátor-küldetését; *nem adatott meg az a történelmi helyzet, hogy a világgazdasági, a külpolitikai, a belpolitikai és a hazai gazdasági feltételek egyidejűleg hassanak kedvezően fejlődésére*. Feltesszük a kérdést, hogy mindez mennyire fogható passzívan a történelemre meg a globalizációra, és mennyire az aktív állami és tőzsdei döntéshozókra. Kiderül, hogy a tőzsde fejlődéséhez elsősorban a kívánatos gazdaságpolitikai támogatottság hiányzott. A ráirányuló figyelem hiánya a történet kezdetén a tőzsdetörténet szerencséje, de ez hamar hátráltató tényezővé vált. Holott várakozáson felüli volt a külföldi kezdeményezés, amely a tőzsdét a rendszerváltás politikai változékonysága közepette is *biztos kiindulópontnak* látta. A belföld fanyalgott, a külföld ujjongott. A tőzsde belpolitikai támogatottságának hiányában az aktív diplomácia sem tudott miből táplálkozni, informálódni, így gyenge a külügyi transzmisszió. Áttörést állami szerepvállalás hozhatott volna, de ez elmaradt, így a tőzsdediplomácia aszimmetriája tartósult. A tőzsdetörténetben nyomot hagyó részeredmények kezdeményezője mindig a külföld vagy a tőzsde volt. A gazdaság-, a diplomácia- és a tőzsdetörténet közös halmazának tárgyalása – nemcsak a forrásfeldolgozás, hanem a friss, e tanulmányhoz készített interjúk tapasztalata szerint is – jóval gyakrabban okozott ideológiai vitákat, mint közös akcióterveket.

A gazdaság szerves integrációja nemcsak a külkereskedelmi nyitottságban mérendő, hanem intézményeinek nemzeti és transznacionális beágyazottságában is. E beilleszkedési folyamat sikerességében lehetett volna katalizátor a tőzsde, de nem lett, mert a kis csapat (a mozgalom) a tőzsdefejlesztés magproblémáival volt elfoglalva, a holdudvar azt hitte, tálcán kapja majd az előnyöket, az állam pedig jobbra kézlegyintéssel fogadta a kezdeményezéseket, még a külföldről jövőket is. Ritka, hogy az akció-reakció-tranzakció a lehetőségeket kihasználva, sikeresen szolgálta volna a fejlődést.

Nem elégséges magyarázat erre az, hogy különben sem lehet egy országot, pontosabban a gazdaságot és a tőzsdét azonnali hatállyal bekapcsolni a világgazdaságba. Nem is ez volt az elvárás. A nemzetközi fogadókészség megvolt, a tőzsde pedig szabályozásaiban, transzparenciájában megfelelően fejlődött, mégsem

csökkent a lemaradás. E paradoxon kialakulásának egyik fő oka a két dimenzió közti közvetítő és támogató állami tett hiánya. Meggyőződésem, hogy a feladat nem haladta meg az állam erejét; bár kész recept nincs, példa viszont van (pl. a lengyel), ahol ezt sikeresebben meg tudták oldani.

Szerencsés az az ország, ahol önszervezés útján, minimális állami támogatással, a legnagyobb bizonytalanság időszakában is nyugati bizalom mellett, régióvezetőként jön létre a tőkevonzás csúcshintézménye, a tőzsde. Ez az ország lassan és nem eléggé észlelte, hogy a tőzsde mint a legfejlettebb piactér a nemzetközi gazdaság szerves része, s ebből kifolyólag a mindenkori gazdaságdiplomácia színtere, folytatólagos felelőssége, *amiről az ország piacrajutásának, gazdasági integrációjának tükrében számot kell adnia.*

Az ország érdeke, hogy e két évtizedet átölelő történet tanulságát a jövőben az átalakuló, szakosodó és a territoriális szerepet egyre kevésbé betöltő, s mind több feladatot nemzetközi szintre delegáló és onnan újraelosztott küldetést végző diplomácia a tőzsdei elittel közösen hasznosítsa.

Szeles Nóra



## VI. Függelék

### *A tőzsde: a legfejlettebb piactér. Intézmény és szimbólum*

Az egyetlen alapvető és nem helyettesíthető különbség a tőzsde mint központi és szabályozott piac, és a természetbeli áruk szervezett piaca között az, hogy a tőzsdén áru nincs jelen, üzletkötéskor nincsen szemrevételezés. A tőzsdei intézményrendszer összes eleme erre a különleges üzletkötési formára vezethető vissza. Az is ennek a következménye, hogy tőzsdei áru csakis homogén, nem romlandó tömegáru lehet, amit a közmegegyezés alapján írt szabványok leírnak (nem pedig fordítva, ahogy a legtöbb tankönyv leírja, hogy a tőzsde a homogén tömegáruk piaca). Mindennek háttérét ellenőrzött és bárki előtt ismeretes szabályok biztosítják (ez a transzparencia), amit az erre specializálódott intézmény felügyel. Ez a különleges kereskedési forma szaktudást, és garantált szállítási képességet (tőkeerőt) igényel. Mivel a tőzsde profitorientált intézmény, bevételeit a forgalom után kapja, így mindent megtesz annak növelése érdekében: igyekszik a lehető legtöbb szereplőnek megfelelő szabványokat kialakítani (mint egy ruhagyár), és a legtöbb funkciót, újabban a teljesítési garanciát is átvállalni a szereplőktől – persze nem ingyen. A kereskedőnek a tőzsdén már csak az árral és a mennyiséggel kell foglalkoznia – minőséggel, a partner kilétével és egyéb paritásokkal nem, azokat szabványosítja és garantálja az intézmény maga.

Ugyancsak fontos jellemzője a tőzsdéknek a kompetitív ajánlattételi kötelezettség, azaz egy érvényes ajánlatot a később tett, jobb ajánlat megelőzi. Ezért a megbízók mindig a legjobb (és közzétett) áron tudják megkötni az üzleteket. A szabályokat a résztvevők folyamatosan fejlesztik, modernizálják, biztonságosabbá teszik, jórészt alulról jövő önszabályozás formájában az angolszász tradíciók szerint. Ezért a szabályozott és a szabályozatlan piacok közti távolság szervesen és történelmileg egyre nő, ami magyarázatot ad az utólag kialakuló és a pillanatot megítélő nézetre (miszerint a tőzsde egy zárt üvegbúra-világ, bennfentesek értik csak).

A tőzsde intézményi és szabályai révén tehát a legfejlettebb, egyúttal legbiztonságosabb piactér. Mivel az értékpapírok is homogének, tőzsdei térnyerésük a kapitalizmus fejlődésével párhuzamosan nőtt. *Tőzsde kizárólag olyan gazdaságban tud létrejönni, ahol szabad a tulajdonlás és a tőke feletti rendelkezés (az allokáció), valamint valós az árverseny; az értéktőzsde a XX. századra a liberalizált, decentralizált piaccgazdaság tőkeáramlásának leghatékonyabb közege – s ezért szimbóluma – lett.*

A bankokkal vívott verseny abból ered, hogy amíg a bank begyűjti a forrást, az nála marad, mert hitelt nyújt belőle, a kamatlábkülönbség a haszna, addig a brókernél nem marad ott a tőke, csak jutalék ellenében közvetíti azt a részvény/kötvény kibocsátójának. Ha a megtakarító bemegy a bankba és ott nem leköti a betétjét, hanem értékpapírt vesz, akkor a azért csak a jutalékot fizetné, tehát a bank inkább a betétlekötést fogja ajánlani. Ezt az ősi versenyt csak az ezredforduló oldotta fel azzal, hogy bejött egy új versenyszempont, egy új „közös többszörös”, ami oldott a versenyhelyzetet (de nem oldotta fel): az univerzális szolgáltatás iránti igény. A legtöbb ügyfél egy helyen szeretné elintézni pénzügyeit is, s kiszolgáltatásuk a bank érdeke, így a termékpaletta bővítése érdekében ajánlanak értékpapíripiaci szolgáltatásokat is. (Ehhez hozzájárult még az ezredforduló dekonjunktúrája által kikényszerített konszolidáció, amikor a tőkét veszített brókercégeket bankok vásárolják fel illetve integrálják be, valamint a (Magyarországon már az értékpapírtörvény 1996-os módosításával megengedett), és ebben az irányban ható európai szabályozás is.)

Más kérdés, hogy mekkora a *tőzsde behatolása a gazdaságba. Egy tőzsde hatékonyságának feltétele a transzparencia, legfontosabb mércéje a likviditás*, gazdaságbeli szerepét pedig az ott szereplő vállalkozások tőzsdén keresztül kibocsátott ill. forgalomba hozott értékpapírjaiba áramló tőke nagysága, azaz a tőzsde *tőkevonzó képessége* mutatja. Mindezek eredője a tőzsdeindex benchmark-szerepe, változásának érzékenysége a bel-és a külgazdasági folyamatokra. Itt már helyt lehet adni a hatékonyságot, nagyságot hirdató vitáknak (ami nem e dolgozat témája), a nemzetközi sztenderdek szerinti makro-és mikrogazdasági, jogi, kvantitatív és kvalitatív összehasonlításoknak.

### *A Budapesti Árutőzsde rövid története*

A Terménytőzsde Kft.-t 1989-ben hozta létre az Országos Kereskedelmi és Hitelbank, a Konzumbank, a Mezőbank, az Agrimpex és két nagy kereskedelmi vállalat (1989. aug. 15.). Az alapítók tekintélye, nagysága ellenére a kft. mindössze 1,9 millió forint alaptőkéhez jutott (míg a BÉT 150 M Ft alapítói vagyonnal rendelkezett. Az ügyvezető Keresztesi Szergej agrárkülkereskedő, az Agrimpex közgazdásza lett. Az Agrimpex, a hazai árutőzsde „szülőanyja”, létszámát tekintve kicsi, forgalmát nézve azonban a 3.-4. legnagyobb külkereskedelmi vállalat volt, a hús–gabona–gépipar-kibocsátású gazdaság gabonapiaci központja. Jurassza Ferenc vezérigazgató az 1968-as, az árupiacoknak nagyobb teret nyitó és a dollárkitermelést előtérbe helyező változások óta még inkább pártolta a piacszerű reformokért rajongó fiatalokat.

A kalászosgabona-kereskedelem hagyományos külkereskedelmi ügyletek révén folyt, ezek mellett volt azonban egy igen fontos takarmánytermék, amit a KGST-ben nem lehetett

beszerezni: a szója. Ennek árát nem lehetett a bukaresti árelv szerint meghatározni, így a takarmánygabonásoknak a világpiachoz kellett igazodniuk. Nem véletlen, hogy ezen az osztályon koncentrálódhattak a legtehetségesebb külkereskedők. Az 1980-as években Lacfi Dániel vezetése alatt itt tanulta ki a szakmát Morvay Gábor, Visky Katalin, Vermes András és még néhányan a máig vezető gabonakereskedők közül. Sűrűn látogatta később ezt az osztályt Keresztesi Szergej a közgazdasági osztályról is. Veres Péter külkereskedelmi miniszter felesége is az Agrimpexnél dolgozott, s ő optimálisan ki tudta használni az ebből fakadó kapcsolatokat. A világ legnagyobb cégeivel kereskedtek (pl. a Cargillal), s Jurassza – kezdetben a nagy partnerek számláin keresztül – Chicagóban is engedte kereskedőit tőzsdézni. A tőzsdézés olyan eredményes volt, hogy az Agrimpex a magyar vállalatok közül elsőként, már 1978-ban tőzsdeszámlát nyithatott (Bonyhádi P. [1981]). De nem csak a nyugati reláció volt tanulságos: nekik kellett tartani a kapcsolatot a Szovjetunió kereskedő mammutvállalataival, az Exporthlebbel és a Prodintorggal is. A velük ápolt jó viszony Magyarországnak létkérdés volt, míg a szovjet cégeknek a magyarok – a méretek miatt – egyáltalán nem voltak nélkülözhetetlenek. Hacsak nem volt aszály a legnagyobb importpiacokon, mert akkor nem tudtak nagy tömegben például amerikai búzát venni.

A fehérjetakarmány-osztály képessége, fontossága a magyar fizetőképesség csödközeli időszakában, az 1981-es válságban mutatkozott meg, az agrimpexesek ugyanis tőzsdei spekulációval olcsón tudtak dollárt importálni (Gádor I. [1988]). A legenda tovább nőtt, amikor Morvayt a világ egyik legnagyobb gabonakereskedő brókere, a Drexel Burnham Lampert Chicagóba hívta dolgozni, ahol a kelet-európai gabonakereskedelmet bízta rá. Lacfinak pedig – görög külgazdasági karrier után ismét itthon – a mezőgazdaság átszervezésében, a Gabonatröszt megalapításában volt meghatározó szerepe.

A magyar arany, a régi tőzsdei hagyományok, valamint az 1968-ban foganatosított termelői árreform és egyéb hatékonyságfokozó intézkedések nyomán a hetvenes évektől igencsak nagy piaccá nőtt, felidézve a századforduló élénk gabonapiacát. A kilencvenes évekre a kiváló minőségű magyar gabona az adriai kikötők legkeresettebb terméke lett. Az ország területének hatvan százaléka termőföld, ami rendre Európa ötödik-hatodik legnagyobb termését, s egy főre számolva világszinten is dobogós mennyiségét adja. Az alappiac tehát adott, csakúgy, mint a hagyomány: a régi Budapesti Áru –és Értéktőzsde (BÁÉT) vízi szállítmányozás útján kapcsolta össze az egykori Nagy-Magyarország gabonavidékeit; az ottani nagytermelők és nagybani kereskedők szinte kivétel nélkül tőzsdéztek. A BÁÉT gabonabrokereinek száma az ezret is elérte.

Az agrimpexes csapat biztos volt abban, hogy ha megkezdődik a gabonapiaci liberalizáció, akkor lesz igény a központi árfunkcióra és a piacszervező intézményre. A helyzet hasonlított a kötvénypiac megszületéséhez, ott azonban nem volt igazi kereskedési tapasztalat korábbról. Az

árakereskedőket éppen a kereskedési tudás bizonytalanította el az árutőzsde-vállalkozás sikerében, hiszen a legnagyobb piacon, Chicagóban képezték ki magukat, s annak kelet-európai változatát létrehozni elérhetetlen álmoknak tűnt. De Keresztesi nem adta fel; s így jött létre végül – a BÉT-hez képest igen szerény körülmények között, pedig annál szervezettebb fejlődést bejárva – a Terménytőzsde Kft., majd annak jogutódja, a Budapesti Árutőzsde Kft. Ettől a pillanattól kezdve a két tőzsde rendkívüli erőket fektetett a rivalizálásba, amit a különböző eredet és az eltérő küldetés táplált. (A BÉT legfőbb baja az volt, hogy meri magát egy kft. tőzsdének nevezni, és mi az, hogy tagjaiknak nem kizárólagos tevékenysége a tőzsdézés (az árubrőkerek akár még autókereskedéssel is foglalkozhattak, kockáztatva ezzel a tőzsdei tevékenység eredményét), a BÁT-nak pedig az, hogy az értékpapírosoknak nem sok fogalma van a kereskedésről (viszont annál jobban ki vannak tömve pénzzel, mondták). Valódi hidegháború dúl a két intézmény között, amikor Keresztesi és Morvay (aki Chicagóból segítette a BÁT-ot), kiküzdte, hogy a Magyar Nemzeti Bank a devizahatáridős ügyletek liberalizációjakor ismerje el az árutőzsde devizaszekcióját. Így ugyanis a BÁT alapító tagja lehetett a Kelernek (1993. okt. 12.) – s ez lehetővé tette a devizaszekcióban kulcsszerepet játszó banki részvételt. Rendkívüli siker ez egy teljesen magánúton induló vállalkozásnak. Már csak egy hiányzott a BÉT-tel való versenyben: a teljes legitimitás. A Budapesti Árutőzsde Kft. 1994-ben elérte ezt is, az árutőzsdetörvény elfogadtatását. A sui generis szervezetté átalakuló tőzsde elnöke Keresztesi lett.

Az árutőzsde aranykora ezzel egyidejűleg, a devizaspekuláció időszakának második felében kezdődik, majd csúcsra a csúszó leértékelés bejelentése (1995. márc. 13.) és az orosz válság közötti időszakban jut (1998. aug.). Az orosz válság idején fordult a kocka: a devizapiaci volatilitás miatt a megbízók tönkrementek, s gyakorlatilag sosem tértek vissza a tőzsdére. Voltak még kisebb fellendülések, de a tőzsde lassan felélte vagyonát, tagjai megszűntek vagy beolvadtak. Egyetlen érték a Keler-tulajdonrész maradt benne. Ennek megszerzésére irányult az árutőzsde, majd ezt követően az értéktőzsde 2004-es felvásárlása is, aminek nyomán 2005. novemberében az árutőzsde annyi szép nap és küzdelem után beolvadt a BÉT-be, annak árupiaci szekciójaként. Úgy, hogy még a régi tőzsdei hagyomány ellenére sem tudta a BÉT nevében megörökíteni magát. E dolgozat írásakor sem a devizapiacra, sem a nagy múltú gabonapiacra nincs érdemi forgalom.

### *Hivatkozások*<sup>45</sup>

- Antal László–Bokros Lajos–Csillag István–Lengyel László–Matolcsy György: Fordulat és reform. *Közgazdasági Szemle*, 1987. jún. 642–663. o.
- Balázs Péter: Adalékok a közép- és a kelet-európai gazdasági átalakulás nemzetközi feltételeihez. *Közgazdasági Szemle*, 1993. 12. sz. 1036-1046. o.
- Békesi László: Miniszteri expozé a privatizációs törvényjavaslat előkészítéséhez. *Pénzügyi Szemle*, 1995. 2. sz. 91-105. o.
- Berend T. Iván: Reformok a szocializmusban. Megjelent a Nyilvánosság a gazdaságban című kötetben. Magyar Ifjúság Kiadó, Budapest, 1987.
- Blahó András (szerk.): Elmaradottság – Fejlődés – Átalakulás, Tanulmányok Szentes Tamás akadémikus 70. születésnapja tiszteletére. BKÁE Világgazdasági Tanszék, Budapest, 2003. 75-87. o.
- Blahó András (szerk.): Világgazdaságtan 2. Globális fejlődés, gazdaságdiplomácia. Aula kiadó, Budapest, 2004.
- Bokros Lajos: A hazai értékpapírpiac közeljövője: követelmények és lehetőségek. *Bankszemle*, 1988. 6. sz. 18–23. o.
- Bokros Lajos: Az értékpapírpiac szabályozása és felügyelete. III., IV. Figyelő, 1989. febr. 11. 15. o., febr. 18. 16. o.
- Bonyhádi Péter: Magyarok a tőzsdén. *Magyarország*, 1981. 26. sz.
- Botos Katalin: A rendszerváltás gazdaságtana. *Magyar Szemle Online*, 2000. 1–2. sz.
- Boyes, Roger: Budapest looks to Brussels for an economic miracle. *The Times*, 1991. dec. 16.
- Boyes, Roger: Former British Prime Minister Mrs Thatcher being deployed to boost unpopular free-market policies. *The Times*, 1991. okt. 2.
- Bozzai Rita–Farkas Zoltán: Hitelválság. Adósságaink története. Codex Kiadó, Budapest, 1989.
- Crovitz, Gordon L. Editorial Commentary: Halting Progress Report. Democracy, Hungary Finds, Is Easier To Achieve Than Capitalism. *Barron's*, 1990. nov. 26. 14. o.
- Csáki György – Sass Magdolna – Szalavetz Andrea: A külföldi működőtőke modernizációs szerepe. *Külpolitika*, 1996. nyár, 65-89. o.
- Csáki György– Pitti Zoltán: Magyarország a világgazdaságban – a nemzetközi működőtőke-áramlás. *Külgazdaság*, 2000. ősz-tél, 3-38.o.
- Csontos László: Fiskális illúziók, döntésemélet és az államháztartási rendszer reformja. *Közgazdasági Szemle*, 1995. dec., 1118–1135. o.
- Dawnay, Ivo: Iron Lady cheers on Hungary's limp market. *Financial Times*, 1990. szept.20, 6.o.
- Dawnay, Ivo: Thatcher looks for broader Europe: Three-country tour will promote her vision of an expanded community. *Financial Times*, 1990. szept. 17. 4. o.
- Denton, Nicholas: Survey of Hungary: Intimate network - Economic policy-makers. *Financial Times*, 1990. szept. 17. II.
- Denton, Nicholas: World Stock Markets: Budapest's first year disappoints investors - But eastern Europe's pioneering market is poised for a new start. *Financial Times*, 1991. jún. 5. 43. o.
- Denton, Nicholas: World Stock Markets: Capitalism returns to Hungary - The excitement as Budapest relaunches. *Financial Times*, 1990. jún. 22. 39. o.
- Drobnig, Ulrich: Systemtransformation in Mittel- und Osteuropa und ihre Folgen für Banken, Börsen und Kreditsicherheiten. Mohr Siebeck, 1998.

---

<sup>45</sup>. Forrás volt még a Budapesti Értéktőzsde Zrt. és a Budapesti Árutőzsde Zrt. és jogelődjeik éves jelentései (1988–1992), kiadványai, tőzsdetanácsi, közgyűlési előterjesztései és határozatai, belső tanulmányai, személyes levelezés során kiadott közlései.

- Dunay Pál: Fogyatékos fordulat. Magyarország nemzetközi kapcsolatai 1990-94. Társadalmi Szemle, 1995, 11. sz. 18.-31. o.
- Echikson, William: Budapest Opens a Regulated Stock Exchange. Amid Fanfare, Much Hope and Many Hurdles. The Wall Street Journal, 1990. jún. 22, C12. o.
- Egan, J: Budapest brokers are back in business. Interview with the new head of the Budapest Stock Exchange, Ilona Hardy. U.S. News & World Report; 1990. febr.2. Vol. 108/6, 52.o.
- Földvári Zsuzsa: Csódbank a Kärtnerstrassén. HVG Kiadó, Budapest, 2000.
- Fuerbringer, Jonathan: Drop in Risk Seen By Hungary Fund. The New York Times, 1990. jún. 26.
- Gádor Iván: Mire jó a tőzsde? Csökkenteni a kockázatot – egy dollár két-három forintba kerül. HVG, 1988. szept.
- Gergely Péter: A Bush-vendég a tőzsdenyitányról. Az első ügyvezető igazgató. Magyar Nemzet, 1995. jún. 15. 7. o.
- Greenhouse, Steve: In Search of Capitalism With a Human Face. The New York Times, 1990. máj. 26.
- Grosse, Robert (szerk.): International Business and Government Relations in the 21st Century. Cambridge University Press, 2005.
- Halpern, Laszlo–Wyplosz, Charles: Hungary: towards a market economy. Cambridge University Press, 1998.
- Hardy Ilona: A változások éve- 1988. Értékpapírpiaci körkép. ÉKT, kézirat, 1989.
- Hardy Ilona: Beszámoló az Értékpapír-kereskedelmi Titkárság működéséről. ÉKT, 1990.
- HVG: Nyilatkozat az értékpapír-kereskedelem összehangolásával. 1987. július 25. 52. o.
- Izsák Lajos–Pölöskei Ferenc–Romsics Ignác–Urbán Aladár: Magyar miniszterelnökök. Kossuth Kiadó, Budapest, 2003.
- Járai Zsigmond: Az értékpapírpiac fejlődési irányzatai hazánkban. Pénzügyi Szemle, 1988. 5. sz. 330–345. o.
- Járai Zsigmond: Hogyan csatlakoztunk az IMF-hez? Heti Válasz Online, 2002. dec. 20.
- Jeszenszky Géza: az Antall-kormány visegrádi és délszláv politikája. www.talajjuk-ki.hu, 2005. 05.16.
- Kádár Béla: A gazdasági növekedés külgazdasági összefüggései. Közgazdasági Szemle, 1992. 10. sz. 934-945 o.
- Kádár Béla: Világgazdasági kihívások és magyar válaszok. Külgazdaság, 1994.11. sz. 33–40. o.
- Kapcsándi Dóra–Tóth Sára: Az új gazdasági miniszter kinevezésével késhegyre menő viták várhatók a kormányban. www.origo.hu 1999. 12. 13.
- Kék Szalag Bizottság: A Kék Szalag Bizottság gazdasági reformjavaslata. Magyarország a szabadság és a gazdasági átalakulás útján. Budapest, Kék Szalag Bt., 1990.
- Kéri Nagy Zsolt: A magyar nemzetpolitika szerepe a térség stabilitása tükrében. www.jakabffy.ro
- Kis János–Kőszeg Ferenc–Solt Otília: Társadalmi Szerződés. A politikai kibontakozás feltételei. Beszélő különszám, 1987. jún.
- Kiss J. László: Das Europäische Selbstverständnis in Ungarn. In: Salewski, Michael (szerk.): Nationale Identität und Europäische Einigung. Göttingen-Zürich, Muster-Schmidt Verlag. 1991. 280-295. p.
- Knight, Paul: UK Company News: Strong domestic interest and controversy provoked by Hungary's privatisation policy. Financial Times, 1990. szept. 20, 30. o.
- Kocsi Ilona: Ma nyit a tőzsde. Negyvenegy alapító, több mint 200 milliós vagyon. Magyar Hírlap, 1990. jún. 21. 1. 5. o.
- Kocsis Györgyi: Volt. Nincs. Lesz. Tőzsdekonferencia Budapesten. HVG, 1988. márc. 12. 4–7.
- Korányi G. Tamás: Privatizáció a tőzsdén keresztül. Budapest, ÁPV Rt. –GJW–Consultatio, é.n.
- Korányi G. Tamás–Szeles Nóra: Tőzsde született. A Budapesti Értéktőzsde jubileumi kiadványa. BÉT, Budapest, 2005, 2007.
- Kornai János: Indulatos röpirat a gazdasági átmenet ügyében. Budapest, HVG Rt., 1989.
- Korsós Antal ifj.: Nem éppen szobatudós. Jogászpórtrek: Sárközy Tamás. Mozgó Világ online, XXVIII. Évf. 7. sz.

- Lamfalussy, Alexander nyilatkozik a Tőzsde Kurírnak. 1990. ápr 5. 4. oldal.
- Lantos Csaba: Lassított felvétel. Hozzászólás a társasági törvényhez. HVG, 1988.szept.24. 52.o.
- Lengyel László: A rendszerváltó elit tündöklése és bukása. Budapest, Helikon Kiadó, 1996.
- Majoros István: A külpolitika természetéhez. In: Világtörténet. 1997. tavasz-nyár. 7-13. o.
- Márai Sándor: Röpirat a nemzetnevelés ügyében. (E. k. Budapest 1942.) Budapest–Pozsony, Kalligram Kiadó, 2004.
- Marjai József: Egyensúly, realitás, reform. Válogatott beszédek és cikkek. Budapest, Kossuth kiadó, 1984. 110-118. o.
- Meiszter Dávid–Dunay Pál: Sikerek és kudarok között. Magyar külpolitika 1990–1994. Társadalmi Szemle, 1994. 8–9. sz. 35–52. o.
- Mihályi Péter: A magyar privatizáció krónikája 1989–1997. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1998.
- Mihályi Péter: Fosztogatás – osztogatás – fosztogatás. Az állami vagyon tündöklése és bukása. Közgazdasági Szemle, 1992. nov. 1001–1017. o.
- Morse, Laurie: More goulash for Budapest. Futures and Options World, 1991. nov. 23. 25. o.
- Mráz Dániel–Majoros György interjúja Surányi György jegybankelnökkel: Magyarország középtávon tőkebeáramlásra van ítélve. Világgazdaság, 2000. jan. 3., 5. o.
- Munchau, Wolfgang: Opening of a new Stock Exchange in Budapest. The Times, 1990. jún. 25.
- Müller János–Rubovszky Éva (szerkesztők): A Külkereskedelmi Bank ötvenéves története. MKB Rt., Budapest, 2000.
- Németh Teréz Katalin interjúja Tarnai Györggyel: Bécsből irányítják a magyar tőzsdét? Az értékpapír a legjövődélmezőbb exportcikk. Magyar Hírlap, 1991. júl. 13. 10. o.
- Nyers Rezső: A hidegháború alkonya. [www.history.hu](http://www.history.hu), 2002. febr.
- Pető Iván–Szakács Sándor: A hazai gazdaság négy évtizedének története (1945-1985). I. kötet. Az újjáépítés és a tervutasításos irányítás időszaka. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1985.
- Pozsgay Imre: Koronatanú és tettetárs. Budapest, Korona Kiadó, 1998.
- Révész Sándor: 1990: mi csak zuhantunk, a szomszédok ellenben szét: 1990 krónikája. Beszélő online, 2000 febr.
- Rimaszombati Edit interjúja Fekete Jánossal: Miből ítél a pénzvillág? Tőzsde Kurír, 1990. jún. 21. 5. o.
- Rotyis József: A parlamenti döntés után. Lehetne jobb is, de a célnak megfelel. Az értékpapírtörvény szépséghibái. Tőzsde Kurír, 1990. febr. 24. o.
- Rotyis József: Kell-e nekünk IBUSZ-botrány? Budapesti Értéktőzsde, 1990. július 5.
- Rusznák Tamás: Az értékpapírtörvény befejezéséhez közel. Tőzsde Kurír, 1989. 1. sz. 8. o.
- Szabó A. Ferenc: Diplomácia, óh! A független magyar külpolitika első négy évéről. Társadalmi Szemle, 1995. 1. sz. 57-62. o.
- Szeles Nóra: Sui generis, avagy a tőzsdésztori. Emberközeli történetek a magyar tőkepiacról. Alinea Kiadó, Budapest, 2005.
- Szeles Nóra–Marosi Gábor: Isolation or association: a difficult choice for a regional exchange. Tanulmány. Federation of European Stock Exchanges, Brüsszel, 2001. [www.fese.be](http://www.fese.be)
- Szeles Nóra–Marosi Gábor–Muszely Péter: A közép-kelet-európai tőzsdék fejlődési lehetőségei a nyugati tőzsdeszövetségek tükrében. Tanulmány. Budapest, Pénzügyminisztérium, 2002.
- Tagliabue, John: International Report. Hungary Sets the Pace For East Bloc Change. The New York Times, 1988. okt. 10.
- The Economist: Deja-vu: The Sacking of Gyorgy Suranyi. 1991. dec. 7.
- Várhegyi Éva: Bankvilág Magyarországon. Budapest, Helikon kiadó, 2002.
- Világgazdaság: Hivatalos értékpapírpiaccá vált a Budapesti Értéktőzsde. Óriási érdeklődés az IBUSZ-részvények iránt. 1990. jún. 22. 1. o.
- Világgazdaság: Megkezdődött a tőzsdeszeminárium. 1988. ápr. 13. 3. o.
- Walter, Katalin: Börsen in Transformationsökonomien (Dt.-Univ. Verl., 2002.
- Wayne, Leslie: Talking Business; with Breeden of the S.E.C.; Risks of Market Fragmentation. The New York Times, 1990. jún. 12.

- Ádám Zsigmond–Korányi G. Tamás: Tőzsdekompassz. A magyar értékpapírpiac évkönyve. Danube Könyv- és Lapkiadó, 1991. Statigum Kiadó, Budapest, 1992.
- Antal László–Várhegyi Éva: Tőkeáramlás Magyarországon. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1987.
- B. Varga Judit–Ács Gábor: A gazdaság öntörvényű görbe tükre. Rendszerváltó évtized I–IV. A Budapesti Értéktőzsde fejlődése. Világgazdaság, 2000. jún. 21., 22, 23, 4. o.
- Bácskai Tamás (főszerk.): Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben 1988–1998., Nemzetközi Bankárképző Központ Rt., Budapest, 1998.
- Bagó Eszter interjúi Surányi Györggyel–Lengyel Lászlóval–Gottfried Péterrel–Varga Mihállyal: A rendszerváltás tíz éve. Lejegyezte Eller Erzsébet. Piac és Profit, 1–2. sz. 2000. jan.–febr. 4–8. o.
- Baló György–Lipovecz Iván (szerkesztők): Tények könyve, Budapest, 1989–1991.
- Bekker Zsuzsa–Szabó László: A közép-kelet-európai országok átalakulásának gazdaságpolitikai tanulságai, 1990–1995. I., II., III. rész. Pénzügyi Szemle, 1996. 9. sz. 706–718. o., 11. sz. 861–876. o., 12. sz. 941–954. o.
- Benda László: Fekete bárány? Fekete János vall életéről. Sárbogárd, 1999.
- Bognár Róbert (szerk.): A helyzet. Merre menjünk? Mozgó Világ, 1988. 1. sz. Budapest, Múzsák Közművelődési Kiadó.
- Bossányi Katalin interjúja Nyers Rezsővel: A piaccsináló antikapitalista. Megjelent a Mindannyian naivak voltunk – beszélgetések a demokráciáról című interjúkötetben. 31–66. o. Savaria University Press, Szombathely, 1994.
- Csillag István: 1987. Az össze(vissza) öltött burok éve. Beszélő Online, 1999. jún. 8.
- Egerszegi Csaba interjúja Keresztesi Szergejjel: Újraéled szeptembertől a terméktőzsde. Népszabadság, 1989. júl. 26. 8. o.
- Faragó József interjúja André Kostolanyval: Egy országot nem lehet elárverezni. Mit mond a szenvedélyes tőzsdéspekuláns? Népszabadság, 1990. ápr. 29. 7. o.
- Farkas Barbara interjúja Charles Langforddal: Bizakodó a montreali tőzsde szakembere. Magyar Hírlap, 1992. márc. 11. 10. o.
- Farkas Zoltán interjúsorozata: a polgárosodás a tét. Mozgó Világ, 1991/1. 3-34. o.
- Farkas Zoltán: Hardy Ilona – Profil. Figyelő, 1993. aug. 19. mell. V–VI. o.
- Gál Zsuzsa interjúja Járai Zsigmonddal: A City bízik a magyarokban: Angol színekben, magyar terepen a volt pénzügyminiszter-helyettes. Népszabadság, 1990. szept. 8. 6. o.
- Gazdag Ferenc–Kiss J. László (szerk.): Magyar külpolitika a 20. században. Zrínyi Kiadó, Budapest, 2004.
- Gombár Csaba–Hankiss Elemér–Lengyel László–Várnai György (szerk.) Kormány a mérlegen, 1990-1994. Korridor Politikai Kutatások Központja, Budapest, 1994.
- Kasza László: Metamorphosis Hungariae. Interjúk 1989–1992. Századvég Kiadó, Budapest, 1994.
- Kék Szalag Bizottság: A Kék Szalag bizottság javaslatai a pénzügyi rendszer fejlesztésére. Bankszemle, 1994. 5–6. sz. 1–13. o.
- Kerekes György (szerk.): Magyar pénzügyi és tőzsdei almanach. I–XII. kötet 1990–2002. Tas-11 Kft., Budapest.
- Kocsis Györgyi: Beterelő hadművelet: értékpapír forgalmazás. HVG, 1989. okt. 7. 75-76. o.
- Kocsis Györgyi: Bokrétaünnep. Júniusi tőzsdealapítás. HVG, 1990. máj. 19. 92. o.
- Kocsis Györgyi: Jelige: tőzsde. A hazai értékpapír-kereskedelem. HVG, 1988. jan. 23. 4–5. o.
- Járai Zsigmond: A pénz beszél. Válasz Könyvkiadó, Budapest, 2007.
- Kurtán Sándor–Sándor Péter–Vass László (szerkesztők): Magyarország Politikai Évkönyve. I–IV. kötet, Demokrácia Kutatások Magyar Központja Alapítvány, Budapest 1988–1991.
- Magyar Hírlap: Francia támogatás a határidős piac kiépítéséhez. 1994. szept. 1. 11. o.
- Németh László: Sorskérdések. Magvető és Szépirodalmi Könyvkiadó, Budapest, 1989.



- Hofheinz, Paul: Budapest Bourse Is Changing With the Times. Wall Street Journal. (Eastern edition). 2000. márc. 6, 1. o.
- Medgyessy Péter: Szocialista állami adósságpolitika. Pénzügyi Szemle, 1984. 10. sz. 723–730.o.
- Orosz Sándor: Értékpapírpiac, értékpapírtőzsde, Állami Vagyonügynökség. Visszapillantó az Országgyűlés 1990. januári ülészakára. Pénzügyi Szemle, 1990. 2. sz. 111–115. o.
- Rádai Eszter: Pénzügyminiszterek reggelire. Beszélő–Helikon, Budapest, 2001.
- Rettberg, Udo: Börsen im Osten. In Budapest wird das Anlageinstrument Aktie nur sehr zögernd angenommen. Handelsblatt, 1993. aug. 13-14.
- Romsics Ignác: Volt egyszer egy rendszerváltás. Rubicon Ház Bt. Kiadó, Budapest, 2003.
- Streissler, Erich W.: A globalizáció, a tőkepiacok és az állam szerepe. Közgazdasági Szemle, 2001. jan. 1–17. o.
- Surányi György: Az adósság-átütemezés kizárva. Az MNB elnöke nyilatkozott a Financial Timesnek. Világgazdaság, 1990. nov. 9. 3. o.
- Várhegyi Éva: Hazai tőkepiac – kérdőjelekkel. Világgazdaság, 1988. 2. sz. 4–6. o.
- Wilstein, Steve (ass. Press.): Eastern Europeans learn Western Diplomacy. Los Angeles Daily News, 1990. dec. 2.

*A megkérdezett személyek & vonatkozó kompetenciáik<sup>46</sup> (1989-1992)*

- Bokros Lajos – a BÉT 3. elnöke  
 Bozzai Rita – újságíró, bróker  
 Csillag István – a Pénzügykutató Intézet vezető kutatója  
 Farkas Zoltán – újságíró  
 Földeák Tamás – diplomata  
 Földvári Zsuzsa – újságíró  
 Hardy Ilona – az Értékpapír-kereskedelmi Titkárság, majd a Tőzsdetitkárság vezetője  
 Hetényi István – volt pénzügyminiszter  
 Járai Zsigmond – a BÉT (illetve jogelődje) 1. és 5. elnöke, pénzügyminiszter-helyettes  
 Jeszenszky Géza – külügyminiszter  
 Kádár Béla – nemzetközi gazdasági kapcsolatok minisztere  
 Keresztesi Szergej – a BÁT (illetve jogelődje) ügyvezetője  
 Lámfalussy Sándor – a bázeli BIS Bank, később az Európai Monetáris Intézet elnöke  
 Medgyessy Péter – miniszterelnök-helyettes  
 Palmer, Mark – az USA magyarországi nagykövete  
 Schalkhammer Erika – az Értékpapír-kereskedelmi Titkárság vezetőhelyettese.

*A tőzsdével 1989-1992 között személyes kapcsolatba lépett magasrangú külföldi személyek<sup>47</sup>*

- Appleyard, Leonard – Nagy-Britannia magyarországi nagykövete  
 Arnot, Alexander – az NSZK magyarországi nagykövete  
 Attali, Jacques – az EBRD elnöke  
 Barre, Raymond – volt francia miniszterelnök  
 Blackman, Ralph – az USA-beli State Department of Trade and Commerce megbízottja  
 Breeden, Richard C. – az USA-beli SEC elnöke  
 Carlisles, Charles R. – a GATT helyettes igazgatója  
 Doty, James – főtanácsos, SEC

<sup>46</sup> A feltett kérdés az e dolgozat címében megfogalmazott kölcsönhatással kapcsolatos élményeikre és véleményükre vonatkozott. A kapott válaszok az egyperces állásponttól a többórás beszélgetésig terjedtek. Akik nem válaszoltak, vagy másokhoz irányítottak, nem kerültek felsorolásra.

<sup>47</sup> Írott forrásokból kigyűjtve. A lista valószínűleg nem teljes.

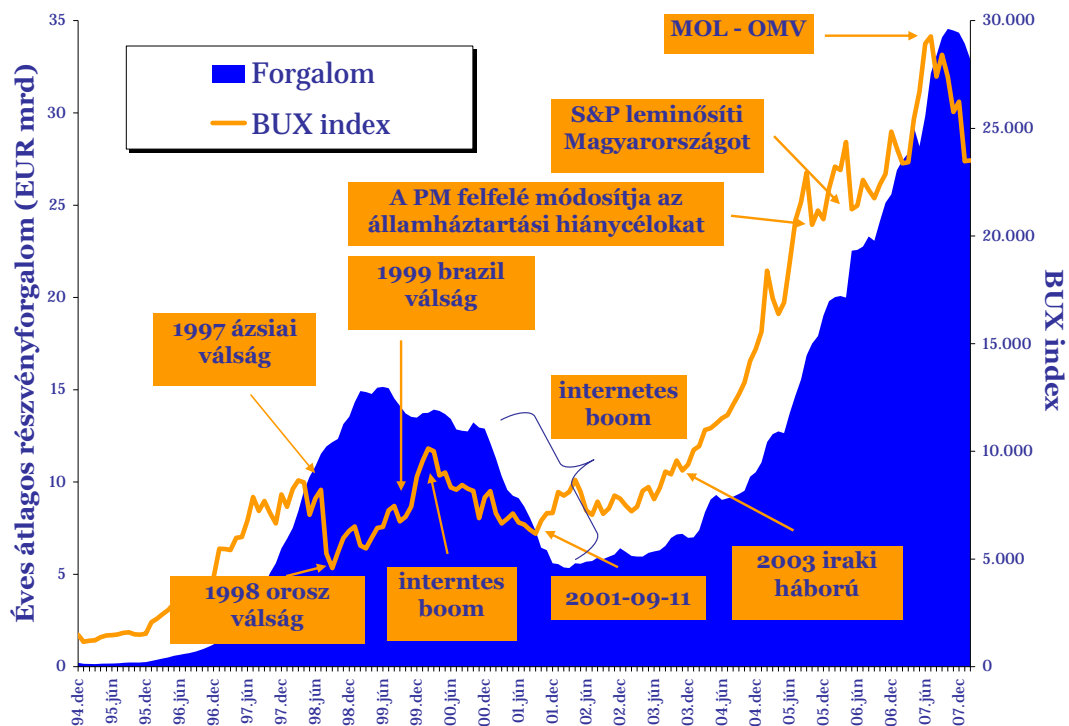
Eyskens, Mark – belga külügyminiszter  
 Festetics, Georg – az Osztrák Befektetési Alapkezelők Egyesületének elnöke  
 Gerdermann, John – a CME elnöke ( a BÁT-tal)  
 Habsburg Ottó – a Nemzetközi Páneurópa Unió elnöke  
 Heymann, William – az USA-beli Smith Barney Harris Upham befektetési bank elnöke  
 Hiller Kala – az észt nemzetközi kereskedelmi központ vezetője  
 Howard, Michael – brit munkaügyi miniszter  
 Kamp, Ulrich – korábbi bécsi tőzsdeelnök  
 Khambatha Farida – az IFC igazgatója  
 Lamfalussy, Alexander – az Európai Monetáris Intézet elnöke  
 Mahlmann, Karsten – a CBOT elnöke ( a BÁT-tal is)  
 Major, John – brit miniszterelnök  
 Metzler, Friedrich von – a frankfurti tőzsde elnöke  
 Michael Howard – brit munkaügyi államtitkár  
 Neil, Joseph F. – a British Know how Fund vezetője  
 Newall, Paul Sir – London főpolgármestere  
 O’Connor, William – a CBOT elnöke (a BÁT-tal)  
 Oppenheim, Bernhardt N. – a Bundesbank szövetségi igazgatója  
 Palmer, Mark – az USA magyarországi nagykövete  
 Phelan, J. John – a NYSE, a New Yorki tőzsde vezérigazgatója, az USA elnöki tanácsadója  
 Redwood, John – brit vállalkozásügyi miniszter  
 Rees, Peter – a Thatcher-kormány pénzügyi államtitkára és a Brit-Magyar Társaság elnöke  
 Riegler, Jozef – osztrák alkancellár  
 Rudor, Dieter – keletnémet pénzügyminisztériumi államtitkár  
 Rumpold, Konrad – az osztrák Länderbank vezérigazgatója  
 Rydén, Bengt – a stockholmi tőzsde elnöke  
 Sandner, Jack – a CME elnöke (a BÁT-tal)  
 Schmidt-Chiari, Guido – az Európai Tőzsdeszövetség elnöke, a Creditanstalt Bankverein vezérigazgatója  
 Smith, Andrew Hugh – a londoni International Stock Exchange elnöke  
 Sondaal, Hans – Hollandia magyarországi nagykövete  
 Soros György – befektető  
 Thatcher, Margaret – brit kormányfő  
 Thomas, Charles – az USA magyarországi nagykövete, a Magyar-Amerikai Vállalkozási Alap egyik létrehozója  
 Vassilou, George – Ciprus köztársasági elnöke  
 Veselinovic, Drasko – a ljubljana-i tőzsde elnöke  
 Vraniczky, Franz – osztrák kancellár  
 Wagner, Gerhardt – a bécsi tőzsde elnöke  
 Whitehead, John – a MAVÁ elnöke, volt amerikai külügyminiszter-helyettes  
 Yasou Enami – a Daiwa vezérigazgatója

### *Köszönetnyilvánítások*

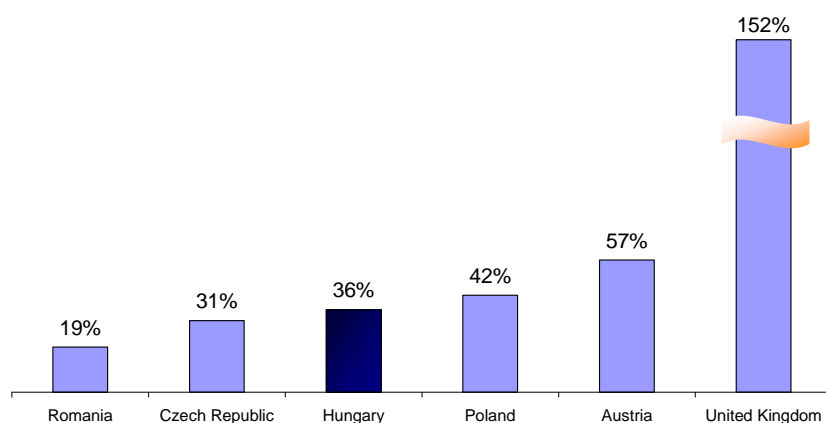
A név szerint felsorolt interjúalanyokon kívül többeknek szeretném itt megköszönni a vélemény-nyilvánítást, valamint a készséges és nélkülözhetetlen hozzájárulást az adatgyűjtéshez, egy-egy kérdés pontosításához: Bíró Viktória (a BÉT és a PSZÁF volt munkatársa), Gyalay-Korpos Gyula (a BÉT volt munkatársa), Henger Péter (Gazdasági és Közlekedési Minisztérium), Korányi G. Tamás (újságíró, befektető), Marosi Gábor (tőkepiaci tanácsadó), Melvin, Colin (Hermes Fund Managers Ltd, London), Molnár Gabriella (olvasószerkesztő), Partos László (Partos és Noblet Ügyvédi Iroda); Rácz András (Magyar Külügyi Intézet); Rimaszombati Edit (Bank és Tőzsde c. havilap); a Corvinus Egyetem Heller Farkas Szakkollégiumából Horváth Ádám, Marczis Dávid, Nagy Máté és Rózsás Tímea; a BÉT-től Halász Éva, Kis Ibolya, Szalay-Berzeviczy Attila, Végh Richárd és Torgyik Angéla.

Néhány jellemző ábra a tőzsde fejlődéséből

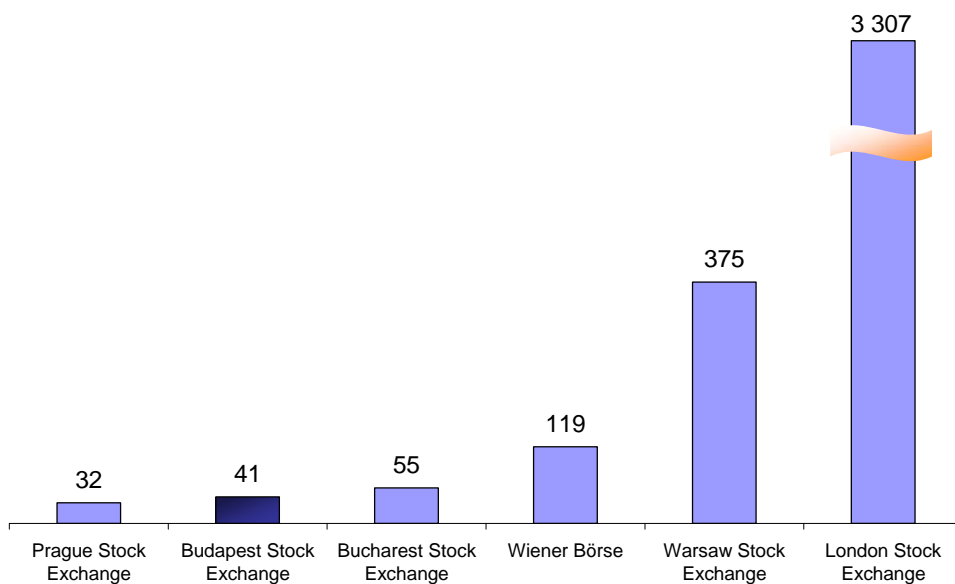
A BUX és a nemzetközi válságok. Forrás: BÉT



A tőzsdei kapitalizáció a GDP arányában. Forrás: BÉT



A tőzsdére bevezetett részvénytársaságok száma 2007 végén. Forrás: BÉT



A tulajdonosi szerkezet a nyilvános értékpapíri piacokon 2007 végén. Forrás: BÉT

