

**A KELET-EURÓPAI TŐZSDÉK FEJLŐDÉSI LEHETŐSÉGEI
A NYUGAT-EURÓPAI TŐZSDESZÖVETSÉGEK TÜKRÉBEN**



készítette:

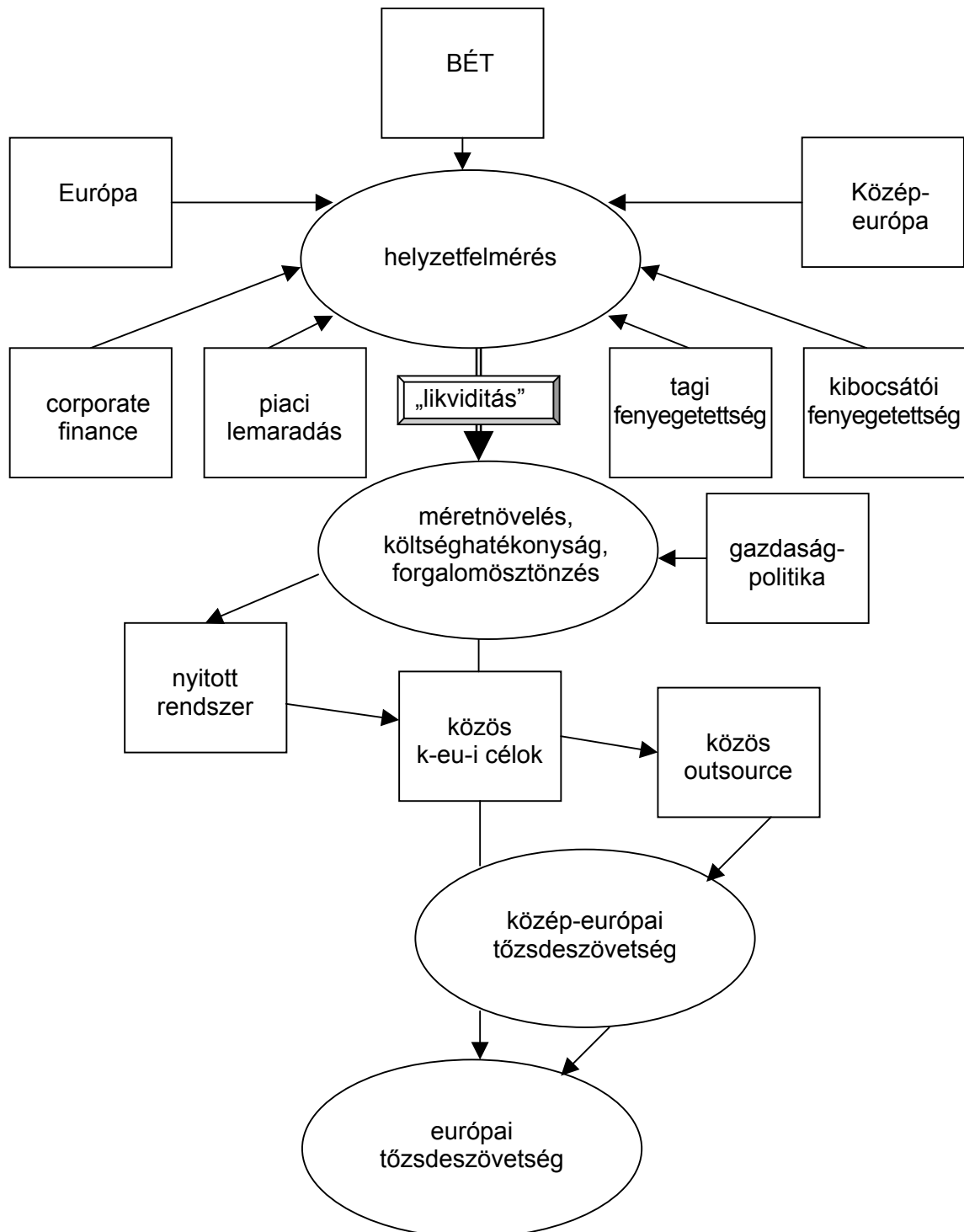
**Szeles Nóra
Marosi Gábor
Muszély Péter**

2001. december

a kelet-európai tőzsdék fejlődési lehetőségei a nyugat-európai tőzsdeszövetségek tükrében

a tanulmány felépítése

{1. ábra}



prológus

A Budapesti Értéktőzsde válságban van. Ennek egyaránt vannak külső és belső okai, azon belül is történelmi, közgazdaságtani, világgazdasági, piaci és politikai vetületei, melyek átfogó elemzése természetesen nem lenne hiábavaló; ez azonban kevéssé egy cselekvési terv, inkább egy kandidátusi értekezés témaköre, s mi úgy érezzük, hogy a súlypontokat nem is lehet objektíven megállapítani. Szerintünk a tőzsde jelenlegi helyzete nemcsak a várakozásokat múlja alul, de a jelenlegi lehetőségeket is. Most a kitörési pontokat kell megkeresni.

E tanulmány fő vizsgálódási területe a közép-kelet európai tőzsdeszövetség létrehozhatósága, értve ez alatt elsősorban a magyar, lengyel, cseh és szlovák piacokat. Arra a kérdésre akarunk választ kapni, hogy ez a már régóta fel-felbukkanó, de a megvalósításnak közelébe sem jutó lehetőség milyen hozzáadott értéket jelenthet – ha egyáltalán – az egyes tőzsdék ill. az egész régió számára, méghozzá nem hagyományos közgazdaságtani alapon, hanem a mai világban megkívánt vállalati pénzügyi megközelítésben.

Ugyanakkor leszögezzük, hogy a tőzsde fő vonzóerejét a jó vállalatok adják. Ezt pótolni nem lehet, hamis következtetésekre és felesleges tévutakra jutnánk, ha nem ezzel kezdenénk, és minden mást nem csupán habnak tekintenénk a tortán. Olyan kezdeményezések, melyek öncélukon túl, egyidejűleg nem foglalkoznak a vállalkozások tőzsdére jutásának és ott maradásának elősegítésével, valamint a befektetők széles körei tőzsdézési kedvének legalábbis fenntartásában, saját hosszú távú célkitűzésüknek sem tudnak megfelelni.

A tőkepiac mindegyik szereplőjének, de elsősorban a tőzsdének és a gazdaságpolitikai szerveknek a közös cél, a hatékonyság és a szerves integráció szellemében kell a maguk feladatát teljesíteni. E tanulmánynak – ugyanúgy, mint a hasonló, független anyagoknak – nem is lehet más a célja, minthogy néhány, a szerzők tudomása szerint eddig nem tárgyalt újabb szempont hozzáadásával és rendszerbe foglalásával *véleményt formáljon*, és ha lehet, új támpontokat adjon a tőkepiac döntéshozóinak.

módszertan (múleírás)

A tanulmányt három vonulat mentén készítettük¹:

1. színpék: az eddigi egyedi publikációk, tőzsdei, elszámolóházi és felügyeleti kiadványok, valamint az ezen szervekkel folytatott megbeszélések alapján tőzsdei körképet rajzolunk a tendenciák, kereskedési rendszerek, elszámolási struktúrák és stratégiák terén. Tanulmányozzuk továbbá a ma működő tőzsdei együttműködések, azok mozgatórugóit, szereplők várákozásait és tapasztalatait. A levont következtetéseket összevetjük az itt vizsgált tőzsdék stratégiájával
2. személyek: a piaci szereplők minden rétegének néhány képviselőjével szintén igyekezünk kapcsolatba lépni és a (vártnál egyébként szélesebb spektrumú és tartalmasabb) véleményeket szükség szerint ütköztetjük is. A BÉT-et igyekezünk afelől biztosítani, hogy ez az anyag nem a hátuk mögött, ellenük íródik, hanem pont ellenkezőleg². Ezen felül, a fejlett tőzsdék közül azoknak a véleményét hallgatjuk meg, melyek az első körben szóba jöhetnek, mint a BÉT ill. a térség stratégiai befektetői, partnerei
3. cselekmény: a következtetésekre a környezeti hatásokból és a tőzsdék operatív költség- és bevételi struktúrájának elemzéséből jutunk. Ezen adatok, ha a tőzsdéknek mint szolgáltatóvállalatoknak valódi piaci kitétségnek kell megfelelniük – mint ahogy az lassan elkerülhetlenné is válik majd a tőzsdék szerepének átalakulása és privatizálásuk hatására – igencsak a tanulmány vizsgálódási területébe vágnak
4. folytatás: amennyiben az anyag megfelel a célnak, javaslatunk szerint egy angol nyelvű munkaanyag készülne belőle, melyet egyidejűleg kapna meg az összes tőzsde. Ezután természetesen a tőzsdék kezébe kerül a döntéshozatal. E jövőbeli projektnek talán legnagyobb veszélye az, *ha nincs főszereplő, aki az elejétől a végéig aktívan formálja a cselekményt, a darab fabatkát sem ér*; ennek persze a BÉT-nek kellene lennie, mely a feladatot nem minden önös érdek nélkül felvállalja és végig is csinálja.

Az anyag stílusát tekintve, az első fejezet nagyon sűrűnek tűnhet, itt ugyanis úgy szeretnénk „képbe hozni” az Olvasót, hogy igen rövidre vágva említjük meg az előzményeket és a színpék mögött játszódó eseményeket – ahol szükséges, megjegyzésekkel fűszerezve. Ezután egy előre kidolgozott szempontrendszer alapján – a teljesség igénye nélkül, de a célkitűzés fényében – kifejtjük a közép-kelet-európai tőzsdék főbb jellemzőit. Végül megkíséreljük az öt tőzsde felmért helyzetének és stratégiájának legkisebb közös többszörösét megtalálni, és azt összevetni a tőzsdék európai integrációs céljaival.

¹ egy korábbi, 2001 márciusi anyagunkban, mely az „Elszigetelődés vagy belépés egy tőzsdeszövetségbe: a regionális tőzsdék dilemmája az új évezred elején. A Budapesti Értéktőzsde példája” címet viseli, több ide vonatkozó kérdést tárgyalunk, melyeket felesleges lenne elismételni. Bár törekszünk arra, hogy ez az anyag önmagában is érthető legyen, ahol az adott definíció vagy téma a jelen szöveggörnyezetből nem derül ki pontosan, ott annyit írunk oda, hogy lásd **JDLV** (mert a tanulmány az Európai Tőzsdeszövetség Joseph de La Vega díját nyerte el)

² sajnos ezt nem sikerült maradéktalanul elfogadtatni; ugyanakkor örömmel tapasztaltuk, hogy a BÉT időközben jelentős előrelépéseket tett stratégiájának megfogalmazásában, a partner- és az együttműködés keresésében. A térség többi tőzsdéje és az érintett nyugati tőzsdék egyébként szívesen informáltak többek között az ezalatt az idő alatt a BÉT-tel lefolytatott tárgyalások legalábbis nyilvános részéről. A KELEER Rt és a megkérdezett többi piaci szereplő és hatóság készségesen segített munkánkban, mely 2001. október 20-tól december 13-ig folyt. Az anyagot 2001 december 21-én fejeztük be.

1. felvonás: helyzetfelmérés

1. szín: Európa

melyben röviden bemutatjuk az európai tőzsdei konszolidációt, annak mozgatórugóit és a levonható tanulságokat

Az euró bevezetése zöld utat engedett Európában is a globalizációs törekvéseknek, melyek az amerikai tőkepiaci hegemoniát kívánják megtörni. A méret kérdése itt önmagában is kulcsfontosságú, hiszen az amerikai piaccal szemben akkor lehet versenyezni, ha a piac mérete, azaz a termékek és a szereplők száma eléri az összevethető méretet.

Időközben épülget a gazdasági nagyhatalmak álma, az egységes európai tőkepiac, mely folyamatot Lámfalussy úr, a nagybefolyású volt belga jegybankár erőteljesen szorgalmaz. Üzenete egyértelmű: győzzön maga a vállalat, árazását ne befolyásolja helyi piaci szabályozási sajátosság, csakis a kereslet-kínálat hatékony alakulása, s ezt a közvetítési szolgáltatók versenyére is ki kell terjeszteni³. A központi szabályalkotás felerősödése, a közös jegybank és az egységes tőkepiaci felügyelet kiépülésének hatására az egyedi sémájú szabályozás, mely eddig a lokális piac szolgáltatásának összetevője volt, ha lassan is, de minden valószínűség szerint jelentőségét veszti (ennek veszélyeiről ejtünk még szót).

A tőzsdék többsége időközben átalakult a '90-es évek közepéig még jellemzőnek mondott szövetkezeti vagy tagi struktúrából profitorientált részvénytársasággá; nyilvánossá általában akkor váltak, ha addicionális tőkebevonást egy stratégiai partnertől vártak, vagy már elég érettnek érezték magukat a nyilvános tőkebevonással együtt járó megmérettetésre. Az egyesülési tendenciát a '98-as válságban kezdődött, de 2000 elején már fenyegető méreteket öltött tőzsdei forgalom- és így az árbevétel-hanyatlás is felerősítette: mint minden profitorientált magániparágban, a válságos helyzetre a konszolidáció az egyik válasz. A tulajdonosi és a kereskedési jogok szétválasztásában rejlő veszélyekkel pedig az új tulajdonosoknak kell megküzdeni: azaz, az új piacnak az eddig saját tulajdonú tőzsdén kereskedő bróker számára a privatizálás után egyrészt annak nem-érdekeltségéből fakadóan, másrészt a technológia által időközben könnyen elérhető egyéb piacok csábítása miatt, többet kell már nyújtani azért, hogy az továbbra is régi tőzsdéjén kereskedjen.

A közvetítő nélküli, de az elektronika miatt viszonylag biztonságos és széles körben elérhető piacok (B2B, B2C) ugyanis folyamatosan próbálkoznak feljönni, hol több, hol kevesebb sikerrel. A globális nagyvállalatok, nagybankok és letétkezelők belső lebonyolítási és ügyletkötési rendszere pedig több funkciójában is feleslegessé teheti a kívülálló tőzsde és elszámolóház szerepét. A veszély azonban az, hogy e folyamat nem a klasszikus piaci versenyt erősíti, ellenkezőleg: míg a szabályozott piacok egyre szabályozottabbá, homogénabbá és transzparenssebbé válnak, a tőzsdének nem minősülő platformok és az internális folyamatok a legkevésbé azok. A nagy cégek belső ajánlatpárosítása nem biztosítja feltétlenül a legjobb végrehajtás elvének érvényesülését⁴, ami közvetlenül a befektetők kárára megy, továbbá hátrányba hozza a kisebb cégeken át kereskedő végfelhasználókat is.

³ ez pedig nem más, mint a CAPM, a hatékony tőkepiacok leghíresebb elmélete, a modern közgazdaságtan alapkövének gyakorlatra való implementációja

⁴ vagyis a legjobb ár és azon belül a hamarabban beadott ajánlat teljesülésének előnyét. Ezt csak a tőzsde tudja biztosítani, hiszen ellentétben a vállalati vagy banki belső folyamatokkal, a tőzsdének az áralakulásban nincsen érdeke

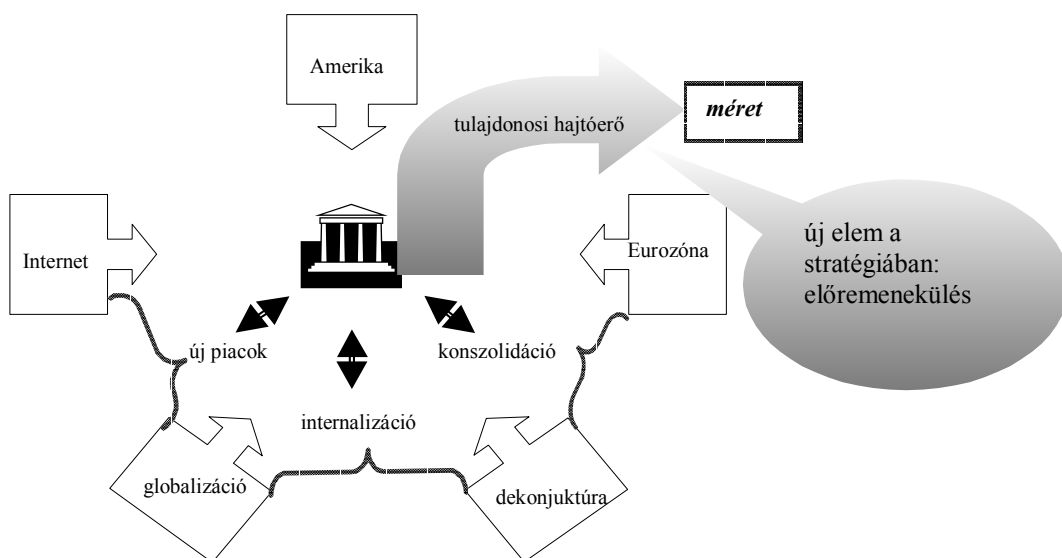
A tőzsde tehát továbbra is az egyetlen olyan piac, mely önérdék nélkül, és önszabályozással tudja biztosítani a kereslet és a kínálat transzparens összehozását. Természetesen ezt nagybankok nem így látják; mégis, ennek gazdasági és befektető-védelmi jelentőségét, reméljük, nem csak akkor fogjuk felfogni, amikor a tőzsde teljesen periférikussá válik...

A kereskedési technológiák és az internalizáció fokozta versenyben a tőzsdék kénytelenek elhagyni nehezen mozgatható elefántcsonttoronyait, és így, pőrén, egyre inkább csupán a többi tőkepiaci szolgáltatóházra hasonlítanak...

A felvásárlás és az egyesülés pedig, mint a méret növelésének, és a méretgazdaságos, hatékony szolgáltatások nyújtásának eszközei, mára a tőzsdék világában is igen gyakorivá váltak. Vagyis jogosan kérdezheti magától bármely tőzsde, ha én nem veszem meg a versenytársamat, holnap ki fogja? Ez az elem a tőzsdék világában vadonatúj, de lassan egyenértékűvé válhat az eddigi hajtóerővel, a tulajdonos jövőképével, víziójával.

Kihívások a hamadik évezred elején

{2. ábra}



Összefoglalva elmondhatjuk, hogy az amerikai piaccal való versenyzést mára a dekonjunktúra, a felülről jövő európai egyesülési folyamat, valamint a technológia fejlődése már-már előremeneküléssé formálta át, mert az egyéni tőzsde az európai szolgáltatási színvonal elérése után saját erőből már csak a méretét tudja növelni. E folyamat húzóerejét pedig a tulajdonosok jelentik, akik a nagyobbban biztosabbat és nagyobb részvényesi értéket látnak.

$$\begin{aligned}
 & \text{részvények} + \text{kötvények} + \text{származékok} = \text{termékpaletta} \\
 & \text{termékpaletta} + \text{tagok száma} = \text{méret} \\
 & \underline{\text{méretgazdaságosság} + \text{szolgáltatások}} = \underline{\text{hatékonyság}} \\
 & \Sigma \text{ méret} + \text{hatékonyság} = \text{siker}
 \end{aligned}$$

A fenti egyenletbe sok helyes változót lehet behelyettesíteni, és ezek megtalálásában magának a tőzsdének és a hatóságoknak is fontos szerepe van. Jó megoldás esetén a tőzsde fenntarthatja a gazdaság számára legfontosabb funkciójában, a tőkebevonásban, a tőkeelosztásban és a transzparens, hatékony és fenntartható újraelosztásban játszott fontos, és valószínűleg helyettesíthetetlen szerepét.

szolgáltatás és technológia

Amikor 1998-ban a londoni határidős piac vezető terméke, a 10 éves német határidős államkötvény-kontraktus forgalma a nyílt kikiáltásos Liffe-ről áttevődött a frankfurti elektronikus Eurex-re, az nemcsak a nyílt kikiáltásos rendszerek alkonyát jelentette, de egyszersemind óriási tanulsággal szolgált a magában addig megkérdőjelezhetetlenül hívő hatalmas tőzsdének: a könnyű hozzáférhetőség a növekedés egyik kulcsa. Az eszköz egyrészt az elektronika, mely a távkereskedést lehetővé teszi, de azon belül is, a felhasználhatóság és a testreszabhatóság döntő szerepet játszik. Felismerték, hogy a tőzsde nem kényszerítheti rá tagjait és végfelhasználóit arra, hogy azok csakis az általa kialakított felületen és az általa megszabott funkciók felhasználásával tudjanak kereskedni: minden olyan funkció, ami a kereskedőt a szabályokon belül, de akadályozza, a piac kárára megy. A nyitott architektúrájú rendszereké a jövő. Erre kútba dobták az addig nagy erővel, több éve fejlesztett, a nyílt kikiáltást a tervek szerint fokozatosan felváltó szoftverüket, mely zárt alapra épült, és kifejlesztették a Connect nevű, rugalmasan alkalmazható, nyitott interface-ű szoftverüket, mellyel saját maguk szerint 50%-nyi forgalomnövekedést tudtak produkálni. Ez annyira jól sikerült, hogy azóta több tőzsde is azt használja, valamint az Euronext-tel létrejött fúzió után (melyről még szólunk bővebben) a többi tagtőzsde is ezt a szoftvert fogja bevezetni.

Stratégiát váltott a tőzsde: ezentúl már nem kíván egyszerre piactér, szoftvercég és technológia lenni. Ehelyett számos szoftvervendórral dolgoztatott egyszerre, hogy azok minél több felhasználó számára elérhetővé tegyék a rendszert. A jelszó a következő volt: „ha kinyitod az API-t, likviditást nyersz!” (API: application program interface, ami annyit tesz, hogy az adott szoftvernek van egy a felhasználó által elérhető programnyelve, amin keresztül úgy programozza tovább a szoftvert a saját felhasználására, ahogy akarja).

A felhasználó pedig mit szeretne? Hogy egy browseren keresztül azt a programot nyissa meg, amire éppen szüksége van, de nem akar új madzagokat, új terminálokat, újfajta képernyőket tanulni: saját maga akarja eldönteni, hogyan kívánja alkalmazni a szoftvert. És ez nem csak egy melléktema: azok a saját számlás brókerek, akik már átálltak ilyen rendszerre, azt mondják, sokkal szívesebben kötnek azóta az adott piacon, el sem tudnak mást képzelni⁵.

A könnyű hozzáférhetőség mellett a másik jelszó az egyetlen hozzáférési pont (single entry point), vagyis, hogy a befektető és a bróker a lehető legtöbb piachoz egy csatornán, egy browseren, sőt: egy elszámolóházon, egy tőzsdén keresztül tudjon eljutni. A brókernek ez fontos. (Ugyanakkor, ahogy később látni fogjuk, megrendelőinek, a nagy alapoknak a szabályzati harmonizáció a lényegesebb.) Mindenesetre a nyitott interface tartalmazza azt a lehetőséget, hogy a későbbiek folyamán különösebb technikai akadály nélkül a teljes kereskedést és back-office-ot is felfűzze egy világméretű szövetség. A zárt architektúrákat is lehet egymással kommunikáltatni, de ha a rendszereket nem akarják funkcionalitásukban korlátozni, akkor egy hasonlóan bonyolult és drágán kifejlesztendő harmadik szoftver segítségével lehet ezt elérni. Az Euronext is így kezdte: a három tőzsdének nem volt egységes rendszere, így interface-ken keresztül kommunikáltak, melyet az ottani szakemberek így utólag egy nehézkes, drága és majdhogynem felesleges fejlődési szakasznak titulálnak.

⁵ valószínűleg a Budapesti Értéktőzsde volt az utolsó tőzsde a világon, mely úgy vett meg rendszert, hogy a nyitott interface nem volt első számú követelmény. Az MMTS pont ezért bukott meg mind dublini, mind pedig a varsói próbálkozásánál.

az integráció jelenleg működő fajtái

Ha a növekedési kérdésig el is jut sok tőzsde, innen az út sokfelé ágazik. Ma még nem lehet egyik méretnövelési stratégiáról sem kimondani, hogy az lenne a nyerő, de valószínűleg sok előnyös konstrukció létezik, melyeket a résztvevők szabadon variálhatnak.

A pénzügyi újságírók tekintélyes rétegének kedvenc témája a vízszintes és a függőleges vállalati fúziók, együttműködési formák megkülönböztetése. Míg az előbbi az egyes alkotóegységek önálló szervezetként való megtartását, de kívülre egységes arculat mutatását jelenti, utóbbin a szervezeti elemek szerves összevonásával egyetlen cég létrehozatalát értik. Az európai tőzsdei körképben e két modellnek szokás, szerintünk eléggé felületesen, a két legnagyobb tőzsdét, az Euronext-et és a Deutsche Börse-t megkülönböztetni: a párizsiakat horizontális együttműködésnek, a frankfurtiakat vertikális integrációnak nevezik.

- **az Euronext⁶**

A párizsi, amszterdami és brüsszeli tőzsdék fúziójából 2000 őszén létrejött szupertőzsde mindegyik tagja már az előkészületi tárgyalások során egyesült a helyi tőzsdékkal (mindhárom fővárosban több tőzsde, sőt Amszterdamban külön árutőzsde is működött). Majd nagy elhatározással, tulajdonképpen a szabályozás legcsekélyebb harmonizációja nélkül bejelentették a három egyesült tőzsde teljes összeolvadását, mellyel a három országbeli tőzsde önálló státusza ténylegesen meg is szűnt, és az új tőzsde hihetetlen intenzitással kezdte marketingelni magát. Alig ocsúdott fel Európa, az új szervezet máris újabb hatalmas falatot kapott be, a világ egyik legnagyobb határidős tőzsdéjét, a londoni Liffe-ot, miközben a kisebb, de szintén több helyi tőzsde egyesüléséből létrejött portugál piacot is sikerrel csábította el.

Mi ez a nagy sietség? A dolgok háttérében már korántsem állnak olyan hirtelen fellángolások. A három nyugat-európai tőzsde a Deutsche Börse növekedésével egyre nagyobb pánikba esett: nem volt elég a legyőzhetetlen London, már a németek is leszorítják őket? Mindezek tetejébe kiderült, hogy a frankfurti és a londoni értéktőzsde szövetség létrehozását fontolgatja! Egyetlen esélyük maradt: középük ékelődni, melynek az egység volt az egyetlen esélye. Aztán a Frankfurt-London tengely terve kútba esett, míg az Euronext létrejött az ezredforduló évének sikertörtéjeként lett eladva, és azóta is a lehető legtöbbet próbálják meg magukból kihozni.

Az Euronext – német társához hasonlóan – igen ambíciózus célokat hirdetett meg: „mission statement”-je szerint Európa vezető integrált tőzsdéje kíván lenni⁷. A vezető szerepet a szolgáltatás, a technológia, a hatékonyság, az innováció és az elszámolás területén kívánja megszerezni. Az integráció az ő értelmezésükben a teljes termékpalalettát nyújtó részvény- és származékos kereskedéstől, a kereskedési rendszeren és az azt támogató szolgáltatásokon keresztül az elszámolóházi és értéktári szolgáltatásokig terjed. Mindezt áthatja a „kereskedelmi” gondolkodás, azaz a cél a részvényesek számára a tartós, nyereséges növekedés biztosítása. Az Euronext stratégiája szerint a globalizálódó és virtuálissá váló világban új időszak kezdődött, és az euró bevezetésével rengeteg új lehetőség nyílt meg a piaci szereplők számára. A legfontosabb üzenet ebben az, hogy a jövőre kell koncentrálni, mert így érhető el a növekedés. El kell ugyanis felejtetni az immár a múltat jellemző határokat, és a tapasztalatok egyesítésére van szükség ahhoz, hogy a gyorsan változó világban is erős szervezetet lehessen létrehozni.

⁶ a tanulmány írása alatt az amszterdami szervezet képviselőivel találkoztunk, valamint írásban folytattunk eszmecsereket

⁷ a szupertőzsdében a résztvevő három ország tőzsdéje közül a volt párizsi tőzsde 60%-os, az amszterdami 32%-os, a brüsszeli pedig 8%-os tulajdonrészrel rendelkezik

az „egy vállalat – három központ” elve

Az Euronext saját meghatározása szerint nem tőzsdék szövetsége, hanem tőzsdei részvénytársaságok teljes egyesülése. Ezzel együtt is, az „egy vállalat, három központ” elvet hirdették meg, véleményünk szerint egyrészt az egyéni érdekek figyelembe vétele és esetleges jogi problémák miatt. Így az új tőzsdének minden országban leányvállalatai működnek (tulajdonképpen a korábbi nemzeti tőzsdék, mint szervezeti egységek megmaradtak), és ezeknek a leányvállalatoknak van meg a tőzsdeműködtetési engedélyük a saját országukban. Az Euronext ennek alapján elsősorban menedzsment szinten egységesült, és jelentős költségmegtakarítást az infrastruktúrán akar elérni. Amellett, hogy igyekszik helyi szinten a helyi-nemzeti sajátosságokat megőrizni, a befektetők számára egységes szolgáltatásokat kíván nyújtani. Így állítása szerint egységes a tagsági követelményrendszer, és egységes a kereskedési rendszer is, és az elszámolási környezet is – igaz, a valóságban a kereskedési rendszer egysége csak 2001. októberében valósult meg (korábban a különálló tőzsdei rendszerek interface-eken keresztül kommunikáltak egymással), az integrált elszámolás beindítását pedig csak 2002. júliusra várják. A származékos piacon még nagyobb széttagozottság érvényesül, az egyesülés bejelentésekor csak a származékos piac amszterdami székhelyéről született döntés, a származékos piacok egységes rendszerbe terelése pedig csak a későbbiekben fog megtörténni.

a kibocsátók és az Euronext

A kibocsátóknak szánt üzenet szerint az Euronext-en történő bevezetés az eurozóna első, határon túlnyúló tőzsdéjére történik. Kommunikációjuk szerint a domináns pozícióból adódóan a befektetők mindenképp figyelemmel kísérik az ott listázott részvényeket, éppen ezért a kibocsátó sokkal jobban „láthatóvá” teszi magát. A kereskedési rendszer egyszerűségét szintén a kibocsátóknak nyújtott előnyök közé sorolják. A bevezetési szabályok azonban érdekesen kerültek meghatározásra: bár a piac és a kereskedési szabályok is teljesen egységesek, az egyesült tőzsde három ország különböző jogi környezetében működik, így a tőzsdére jutás módja országonként eltér. (A tapasztalatok szerint a bevezetés egy külföldi cég számára Hollandiában a legcélszerűbb, mert míg Franciaországban a beszámolókat és tájékoztatásokat minden esetben le kell fordítani franciára is, addig Hollandiában elég az angol nyelven történő kommunikáció.) A bevezetés országa a kereskedés szempontjából azonban mindegy, mivel elég egy helyen a részvényeket bevezetni, és azok az egységes listára felkerülnek. Úgy gondoljuk, hogy az Euronext lista elsősorban marketing célokat szolgál, mivel a helyi piacok értékpapírlistái is megmaradtak, így az egységes lista mellett összesen nyolc helyi listát is találunk. A részvényeket aztán egységes kritériumrendszer alapján sorolják kereskedési kategóriákba annak érdekében, hogy az optimális likviditást biztosítsák az adott értékpapírnak. Az Euronext a helyi piacok korábbi indexei mellé létrehozta a saját legnagyobb részvényeit reprezentáló Euronext 100 és a Next 150 indexeket, melyekre egyelőre nincsen származékos kereskedés.

A tagság számára nyilván az egységes, könnyen hozzáférhető kereskedési rendszer és elszámolási környezet jelent előnyt, mely költségmegtakarítást jelent a számukra. (Ugyanakkor információink szerint az Euronext indulása óta nem csökkent a tőzsdei tranzakciós díj.) A piacokhoz való kölcsönös hozzáférést úgy oldották meg, hogy az adott ország tőzsdéjének tagjai automatikusan tagságot nyertek a másik két tőzsde piacán. A tőzsdék e folyamat során összehangolták tagsági feltételrendszerüket. Tehát ebből is látszik, hogy bár az Euronext teljesen egységesnek tűnik, jogilag és szabályozásilag azonban még mindig három külön tőzsdével kell számolnunk, melynek ugyanaz a cég a tulajdonosa. A mégis létező megosztottságot és a további harmonizáció igényét jól mutatja, hogy a három ország pénzügyi hatóságai csak 2001. februárban tudták aláírni azt az egyezményt, amelyben megállapodnak tevékenységük összehangolásáról és a szabályozási keretek egyeztetéséről, valamint a tőzsdei és elszámolási tevékenység vizsgálatáról. A három nemzeti jogszabályalkotó szerv így jelenleg is dolgozik az Euronext-re vonatkozó harmonizált törvény megalkotásán.

az egyesülés hatása a belga piacra – esettanulmány

Az Euronext tájékoztatása alapján úgy látjuk, hogy a belga tőzsde helyzete bizonyos szempontból nagyon hasonlított a mai magyarországi helyzetre: visszaeső forgalom, a részvények kivezetése és a belföldi befektetők külföldi részvények felé fordulása volt a jellemző az egyesülést megelőzően. Az egyesülés ellenére nem sikerült érdemi változást elérni a belga részvények piacán, mely az Euronext munkatársai szerint annak tudható be, hogy miután a belga befektetők a többi tőzsdén hatékonyabban, könnyebben és olcsóbban tudtak a korábbiakhoz képest üzletet kötni, még inkább elfordultak a hazai piactól, amit éppen csak ellensúlyozni tudott a piaci szereplők megnövekedett számából fakadó külföldi többletkereslet. Ezen felül úgy látják, hogy az egyesülés után a belga kibocsátóknak is új befektetői kapcsolat-stratégiát kellene folytatni, amelynek megtanulásához még időre van szükség. Az viszont tény, hogy az Euronext létrehozatalának bejelentése pozitívan befolyásolta a belga vállalatok megítélését. Közvetlenül azt megelőzően, hogy Didier Reynders belga pénzügyminiszter bejelentette, hogy a három tőzsde integrációjáról folyó tárgyalások előrehaladott állapotban vannak, a belga tőzsde indexe, a BFX több mint kétéves mélypontján volt: a tőzsde a teljes 2000. év eleji hosszából kimaradt, jegyzései folyamatosan estek. A döntően az „old economy”-hoz tartozó részvények ugyanis nem nyerték meg az új technikai forradalom ábrándját kergető befektetők tetszését. A bejelentést követően azonban 2000. március 15-én a BFX 5,5%-kal emelkedett, amelyet március 16-án 6,79%-kal még erősebb „rally” folytatott. Tény az is, hogy a BFX relatív teljesítménye 2000. március 15. óta nem csak a holland vagy a francia részvény piac teljesítményét haladja meg, hanem felülmúlja a többi vezető európai index, pl. a FTSE vagy a DAX eredményét is. Természetesen nem zárható ki, hogy e viszonylagos sikert elsősorban nem az Euronext, hanem sokkal inkább a technológiai léggömb időközben történő kipukkadása okozta. Ez az emelkedés a BFX akkor 9 éves történetének legnagyobb százalékban mért növekedését jelentette, melyben nagy szerepet játszottak az Euronext okozta likviditás- és árfolyam-emelkedésben bizakodó befektetők vásárlásai.

a modell tanulságai

Az Euronext létrejötte a piacméreten és a kívánt költségmegtakarításon túl véleményünk szerint két okból is tanulságos: egyrészt a szupertőzsde leendő tagjai felismerték, hogy a tőkepiaci konszolidáció elsősorban a Deutsche Börse részéről jelentős fenyegetést jelent saját piacuk számára is, ezért csak egy szövetségben lehet ezzel hatékonyan szembeszállni; másrészt sürgősen kívántak választ adni e kihívásra. Ezt pedig úgy tették, hogy *tudatában voltak annak, hogy ha azt az utat választják, hogy előre mindent harmonizálnak, uniformizálnak, akkor az állandóan fellépő problémák örökké halasztani fogják az egyesülés létrejöttét*, ezért először létrehozták magát az egyesülést, majd pedig hozzáálltak az így létrejött társaság hatékony működésének megteremtéséhez. Ezt a folyamatot persze határozott és sikeres marketing munka kíséri, mert e munkának köszönhetően egy átlagos európai befektető ma már egységes piacnak tekinti az Euronextet, annak tényleges létrejötte előtt.

A belga példa pedig azért különösen fontos a számunkra, mert a belga tőzsdei szakemberek vélhetően belátták, hogy saját piacuk likviditásának növelésére a jelenlegi helyzetben csak a piaci szereplők számának növelésével van esély, de, ha ez ennek ellenére nem sikerülne, az Euronext-ben szerzett részesedésükön keresztül még mindig profitálhatnak az egész csoport jó teljesítményéből is – például a belga befektetők holland vagy francia részvényekre kötött üzleteiből is.

az Euronext hozzáállása a régióhoz

Az Euronext mint tőzsde és mint potenciális partner álláspontja egyértelműen negatív a kelet-európai tőzsdék összefogásával kapcsolatban. Azt emelik ki elsősorban, hogy a piaci szövetségek alapja a reciprocitás, ami a szabályozó hatóságok és a piacok párhuzamos kooperációját jelenti. Dubreaocq úr, aki e régióval kapcsolatos projektekért felel az Euronext-en belül, írásban kifejtette, hogy nem tudja elképzelni, hogy a három Euronext-felügyelet (a három tagország egyelőre különálló felügyelete) elfogadna egy felügyeletet mint tárgyalópartnert az egész régióra, ehelyett mindegyikkel információcsere egyezményt

akarnak majd aláírni, amit ő túl komplikálnak tart. Szerintünk ez a helyzet ugyan kétségkívül lassítaná a folyamatot, de nem lehet akadálya egy ilyen piacnak. A második helyen kiemelt ellenérve már figyelemre méltóbb: azt mondja, hogy egy ilyen piacon a jogi szabályozást úgysem tudjuk teljesen egységesíteni, tehát az Euronext kénytelen lesz a legalacsonyabb szabályozási, és, teszi hozzá, technikai ill. infrastrukturális fokon álló partner szintjére degradálni a régiót, ami a BÉT-nek hátrányos lenne. Ezzel semmilyen hasonló folyamattal kapcsolatban nem tudunk egyetérteni: egy ilyen projektet dinamikusan kell szemlélni. A statikus megállapítások esetében a ledegradálás néha átmenetileg igaz lehet. Harmadsorban, írja, egy ilyen összefogás a BÉT alapproblémáit nem oldaná meg, ehelyett inkább a jó vállalatok behozására és benntartására kell koncentrálni. Ez a válasz azért is érdekes, mert az Euronext, ahogy az előzőekből kitűnik, saját maga sem e problémák megoldásával kezdte, sőt. Inkább úgy érezzük, talán egy kicsit meginognának jelenlegi magabiztosságukban, amit a kétoldali tárgyalásokon most jól tudnak az egyes tőzsdékkel szemben érvényesíteni. Az Euronext ugyanis, gyaníthatóan aktívabban, mint a mindjárt ismertetésre kerülő vetélytárs, folyamatosan tárgyal a régió egyes tőzsdéivel. (A BÉT nem hajlandó hivatalosan is beismerni, de már szinte köztudott, hogy egy IT projekt keretében interface alapú kommunikáció beindítása van napirenden – erről lesz még szó.) Ugyanakkor jogos maga a problémafelvetés, ezzel foglalkozni kell, csak nem az eredeti kérdésre adja meg a választ.

- **a Deutsche Börse, a Bécsi Tőzsde és a Newex⁸**

A DB csoportba beletartozó Eurex a világ legforgalmasabb határidős piaca, az értékpapírok tekintetében Frankfurt az Euronext mögött van⁹. Mindkettőnek rendkívül stabil, saját fejlesztésű, nyitott architektúrájú kereskedési rendszere van, közel 500 felhasználóval.

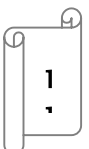
a DB modell

Rendkívül rugalmasak: mind egyedi, mind hozzáférési pontokon keresztül, mind pedig internetes csatlakozást is lehetővé tesznek, ezáltal is megfelelően a könnyű hozzáférés alapkövetelményének. A két rendszer IT csapata ugyanaz, de a fejlesztés, a sales és a marketing különálló szolgáltatások, így az osztrák tőzsdére csak az azonnali rendszert, a Xetra-t outsource-olták, Bécsben a határidős kereskedelem a svéd OM rendszeren folyik¹⁰, de számos tőzsdetag kereskedik a frankfurti Eurex-en is. Ez a fajta együttműködés nem jelenti azt, hogy az ír vagy az osztrák bróker automatikusan kereskedhet a német piacon is, csak akkor, ha Frankfurtban tőzsdetagságot szerez (mondjuk ennek számukra különösebb akadálya nincsen), hiszen a tőzsdék nem fuzionáltak. Az együttműködés keretében tehát az írek a saját részvényeikkel kereskednek a Xetra-n, tranzakció-alapú éves forgalmi díjat, de min. 2m eurót fizetnek a rendszerhasználatért. A Xetra tagok ír tőzsdetagság megszerzése után kereskedhetnek az „ír szekcióban”. E modell ellenzői pontosan ezt emelik ki, hogy fennáll a veszély, hogy a blue chippek kereskedelme így majd átmegy Frankfurtba, és az írek ottmaradnak a kis papírokkal, ezért válhat ebből a modellből függőleges integráció. Az ellentmondás az a DB stratégiájában, hogy amíg magukat tőzsdrendszer-szolgáltatóknak tartják, ezért a rendszerexport számukra a fő csapásirány, addig nagyon nagyra törő piacnövelési ambícióik vannak, ami azonban véleményünk szerint túlzott aggodalmakat kelt térségünk tőzsdéiben. A BÉT-en is többen úgy látják, hogy a DB rendszer-outsourcing a behódolást jelenti, figyelmen kívül hagyva azt, hogy Frankfurt kifejezetten hajlandó szerződéses garanciák megadására, sőt még egy további kedvezményre, ami a jelen helyzetben rövidtávon nagyobb súllyal esik latba: a tranzakciós díjmegosztásra, melyről még szót fogunk ejteni. Ami a német stratégia hibája a régióval kapcsolatban, ahogy az alábbiakból kiderül, hogy a DB az anyag írásának időpontjában egy másik, eddig is népszerűtlen modellt szeretne implementálni.

⁸ az anyag írása alatt tárgyaltunk Zapotovsky úrral, a bécsi tőzsde elnökével, és Bürger úrral, a DB illetve a Newex igazgatóságának tagjával

⁹ Németországon belül továbbra is nyolc tőzsde létezik, de Frankfurt dominanciája egyértelmű

¹⁰ az outsourcing és a tőzsdedefúzió fogalmi lényegét lásd JDLV.



Newex: régi ötlet új köntösben

Az osztrákok az elmúlt tíz évben folyamatosan próbálkoznak a régió piacterévé válni. A bécsi tőzsde hamar felismerte, hogy ebben a régióban vannak jó termékek, viszont a szolgáltatási és sokáig a szabályozási környezet nem volt a legmegfelelőbb, úgyhogy a maguk szempontjából helyesen gondolták, hogy akkor majd ők csinálják meg a régió piacterét. Csakhogy azt nem látták be, hogy nemcsak az alappiac, de a befektetők sincsenek náluk (Londonban vannak). Így mind határidős piaci, mind részvénypiaci próbálkozásaik az orosz termékektől eltekintve sikertelenek maradtak. Modelljük, miszerint a helyi szereplők nélkül, de a helyi termékekkel, a saját piacukon generáljanak forgalmat, nem működik. (Ez csak londoni SEAQ-on sikerült tartósan, a befektetők jelenléte miatt (lásd JDLV), de ennek jelentősége a magyar piac emerging market kategóriából való kikecmergésével és a külföldi érdeklődés megcsappanásával párhuzamosan, a BÉT hosszabb nyitvatartása miatt csökken.) Mivel a bécsieknek a frankfurtiakkal természetesen jó a viszonyuk, régi vágyaikat új formába öntve egy évvel ezelőtt a DB-vel együtt megalapították a Newex-et. A Newex önálló, de Xetra alapú tőzsdéként bécsi központtal kívánt úgy működni, hogy kelet-európai részvényeket és származékos termékeket vezet be; részben már kibocsátott papírokat, de megcélozva a régió potenciális kibocsátóit is. A kezdeményezésre a két alapító 10 millió eurót szánt, de az az aktív marketing ellenére megbukott, erre bekonzolidálták a frankfurti tőzsdébe (ebben is az előző bekezdésben említett függőleges összevonást látják az ellenzők). Most már Frankfurt a Newex központja, és gyakorlatilag egy német szekciónak tekinthető. Az osztrákok azt mondják, hogy változott a Newex stratégia, most már egyértelműen e helyi tőzsdékkal és szereplőkkel együtt kívánják felhozni a piacot, de nekik Bécs lenne továbbra is a híd vagy a központ vagy ahogy tetszik. Zapotovsky úr, a bécsi elnök jóval belátóbb, mint elődei, de sajnos a Newex, ha csak ennyit változtatnak rajta, nem bírja a korábbi egyértelműen negatív imázsát legyőzni. Nem is értjük valójában, hogy mit gondolnak, miért lenne előnyös a magyar vagy bármelyik tőzsdének a Newex: az írek számára a németeknek eszükbe sem jutott egy szekciót felajánlani a saját tőzsdéjükben. Úgy tűnik, úgy képzelnék el az újfajta együttműködést, hogy bizonyos Newex tulajdonhányadot a kelet-európai tőzsdéknek adnának; gyaníthatóan azonban ez összességében is egy kisebb tulajdoni részt jelentene csak. Bécsi vezetésről pedig senki sem akar hallani a régióban, míg a partnerséget elfogadnák, ami viszont a bécsieknek nem jut az eszébe, azaz hogy a saját piacukat is beletegyék a Newex-be. Egyébként ennek nem is biztos, hogy különösebb értelme lenne, mert Ausztria tőzsdéje nem bír sem kelet-európai pikantériával, sem a Nyugat húzóerejével. A Newex előnye csupán a rendszer, de ehhez elég közvetlenül Frankfurt is. Frankfurtnak tehát sokfajta modellje van, egyelőre felénk a Newex-et erőltetik. Csak hátbatámadással tudnának e modellel sikert elérni: ha magát a tőzsdét kikerülve, a tőzsdetagoknak adnának rendkívüli kedvezményeket és majdnem ingyenes hozzáférést, persze a kibocsátóknak is biztosan tudnának ajánlatot tenni. De egyelőre ez sem igazán céljuk, a kelet-európai brókercégek méretéből kifolyólag országonként csak négy-öt tagot tartanak alkalmasnak és kívánatosnak a német tőzsdetagságra. De van egy olyan programjuk is, a Multi Member Front Modell, mely az európai mércével mérve kisebb brókercégek számára teszi lehetővé az egyszerűbb és olcsóbb tagságot, melynek keretében az adott bróker egy nagy globális bróker alá megy be és úgy kereskedik. *Az aktív hátbatámadás persze bármikor elkezdődhet*, és ez esetben a BÉT-nek ill. az érintett tőzsdének csak további hátránya keletkezik. Ami eddig a pillanatig biztosnak tűnik, az az, hogy egyrészt azt várják, hogy az első nagy lépést (de nagyot) a régió tőzsdéi tegyék meg feléjük, úgy, hogy konkrétan tudják, hogy mit akarnak, másrészt az, hogy nincsen kész ajánlatuk a régióra nézve, bár a lényeg, hogy ők rendszeralapú együttműködésekben gondolkoznak. Benyomásunk szerint a Newex-et pont azért erőltetik, mert nincs is kedvük jó ajánlatot tenni, (mert még nem stratégiai cél nekik a régió) másrészt az egyébként általuk is elvetett befektetés-megőrzési okból kifolyólag: a Newex-be eddig annyi pénz nyomtak már, hogy nem akarják azt leírni.

Weiner Seifert, a DB elnökének nyilatkozatait olvasva, valamint a Xetra és az Eurex kiépített végpontjait felrajzoló térképre nézve egy pillanat alatt be lehet látni, hogy a DB fő célpontjai Amerika és London – ki tudja, nem próbálkoznak-e újra a Londoni Értéktőzsdével megint – aztán Dél-Európa. Ezzel pedig el lesznek foglalva egy darabig, hacsak nem éreznek rá egyszer csak a – még eddig tényleg nem létező – hurok szorulására.

- **London**

A térség, és a fejlődő piacok részvényeinek legfontosabb külhoni piaca a londoni. Ha a befektetőkhez akarunk tehát hamarabb eljutni, a leglogikusabb lenne a londoni kapocs kiépítése. Igen ám, de a magyar papírok nem a tőzsdén, hanem az azon kívüli, részben telefonos, részben elektronikus kereskedelemben forognak, ott viszont már régóta jól kiépült csatornákon keresztül folyik az üzlet. Az ottani bróker, aki az ottani alapoknak dolgozik, felemeli a telefont és felhívja a magyar, lengyel, cseh vagy szlovák brókerét és megköti vele az üzletet. Tehát jogos a gondolat, hogy ha a londoni terminálon fel lehetne nyitni egy magyar ablakot, többet is kötnének. Csak ez épp a térség tőzsdetagságának érdekeivel áll ellentétben, hiszen akkor nem rajtuk keresztül megy a forgalom, a jutalék így elmarad. De magával a tőzsdével persze a rendszer-outsourcing miatt érdemes beszélni, de nem hisszük, hogy ez több résztvevőt hozna, a jelenlegiek ugyan aktívabbak lennének, de az meg a saját tagság hátrányára menne. Véleményünk szerint a BÉT esetleges londoni partnerkeresésére nem lenne érvényes a „ha nő a torta, nő a szelet is”. Az LSE stratégiáját pontosan nem volt módunkban megismerni, de Horváth Zsolt úr, a BÉT ügyvezetője szerint „nem lehetett eddig rajtuk fogást találni”.

E tanulmány szempontjából különös érdekességgel bír egy, a londoni határidős tőzsde és az Euronext egyesülését megelőző másik esemény. A 2001. októberében zárult tranzakciót ugyanis megelőzte egy másik ügylet, amely talán kevesebb publicitást kapott. Amikor a Liffe néhány évvel ezelőtt a Bund kontraktus elvesztésének következtében (melyről már az előző fejezetben szóltunk) súlyos válságba jutott, tőkét vont be a Battery Ventures és a The Blackstone Group amerikai kockázati tőke befektető cégektől. A befektetők 46,4 millió fontért 29%-os részesedést szereztek a Liffe-ban, amelyet az Euronext-tel kötött ügylet során több mint háromszoros áron értékesítettek.

- **egyéb modellek**

Az alábbi rövid ismertetőben azok az európai tőzsdék kaptak helyet, melyeknek vannak térhódítási ambíciói, tehát érdemes őket figyelni, de a kelet-európai régió felé eddig még nem nyitottak.

A stockholmi, osloji, koppenhágai és rejkjaviki tőzsdék szövetsége a Norex. E nagyon fejlett piacok azért fogtak össze (és nem fúzionáltak), hogy egységesítsék szabályzataikat és közös kereskedési- és elszámolási rendszerre térjenek át, mindezt a méretgazdaságosság és a költségcsökkentés jegyében. Tagjaik továbbra is az „anyag-tőzsde” tagjai, de nagyon egyszerűen és ingyen szerezhetnek a többi tagtőzsdében is tagságot. A keresttagság száma az alapítási év, 1999 óta folyamatosan nő, eléri a negyvenet. Valóban egységes tagi és kereskedési szabállyzattal rendelkeznek, a svéd OM által kifejlesztett közös rendszerük neve SAXESS, melynek alapja az OM a világ összesen 24 tőzsdéjén használatos Click rendszer. Tíz ország 160 brókercégenek van a szövetségben tagsága, melyek egynegyede a tagországon kívüli, és tavaly óta ingyenes a belépés. A költségek és a szabályozás terén az új kibocsátónak mindegy, hogy melyik tőzsdén vezeti be a papírját, ez a brókerek számára is közömbös, tehát csak a megcélzott befektetői kör számít. A bevezetési szabályzatok teljes harmonizációja van éppen napirenden. A szövetség létrehozása céljából a tagok egy részvénytársaságot hoztak létre, de érdekes, hogy annak székhelyét több anyagukon fel sem tüntetik, elkerülve az ezzel szokásosan együttjáró vetélkedési kérdést. A szövetség legerősebb tagja, a Stockholmborsen anyavállalata egyébként az OM csoport, mely tehát saját tőzsdét is működtet (az otthonin kívül Londonban és Calgaryban is egyet), valamint tőzsdéi technológiaexport terén is a legnagyobbak közé sorolják őket. Az említett 24 piacba a londoni fémtőzsde, az AMEX és a milánói tőzsde is a beletartozik. Az OM, mivel sosem hangsúlyozza terjeszkedési szándékait, annak ellenére skandináv marad a legtöbb tőzsde szemében, hogy már szinte az egész világon megvetette a lábát.

A 2001. év elején nagy feltűnést keltett fúzió, a tallini tőzsde kivásárlása a helsinki terjeszkedési stratégiájának mérföldköve lett, hiszen a HEX, amennyire ez a kommunikációból leszűrhető, ezáltal szinte elvágta a Norex-hez fűződő, magától értetődőnek tartott szálait. Most januárban Tallin át is áll az euró alapú kereskedelemre és a HEX

rendszerre, így kettős árkijelzést vezetnek be, mind koronában, mind az európai valutában fogják jegyezni az árakat, és cégeik jelentéseiket is eképpen fogják közzétenni. A HEX stratégiai célpontnak tekinti tehát a Baltikumot, ezért mond le rövidtávú érdekeiről: információink szerint a TSE-nek tett ajánlat szerint nem kérnek mást, mint a jövőbeli forgalomnövekedés utáni tranzakciós díj 70%-át. Ezért az opcióért – a TSE többségi tulajdoni hányadának megvásárlását követően – átadták tőzsdei rendszerüket. Az anyag lezárása pillanatában jött a hír, hogy a HEX az Euronext-tel kereszttagsági keretegyezményt köt.

A legmodernebbnek a svájci tőzsde soklábú modellje tekinthető: a határidős piacon a német tőzsdével együtt alapítói a rendkívül sikeres származékos tőzsdének, az Eurex-nek. Ezután az azonnali piac felfuttatását tűzték ki célul: egy korábbi sikertelen próbálkozást átalakítva, a legmodernebb kereskedési és elszámolási technikákkal felvértezve¹¹ megalakították a Virt-x nevű tőzsdéjüket, arra a vízióra alapozva, hogy kifejezetten intézményi befektetőknek, egy helyen, a legjobb szolgáltatással szervezzék piacot. A teljes európai kapitalizáció 80%-át kiadó hatszáz részvény kereskedése fél éve kezdődött, és bár áttörő sikert eddig nem arattak, a kitűzött céljuknak megfelelően teljesítenek: egy éven belül e tőzsde hivatott adni az európai volumen 10%-át. Saját legjobb részvényeiket is betették a pakliba, vagyis egy nagy lélegzettel leválasztották a kis papírokat, melyek platformja továbbra is a svájci tőzsde maga. A termékfejlesztés egyik különleges ágába is beszálltak: a benchmark indexek megalkotására specializálódó Stoxx-ban, mely a Dow Jones európai testvércége, és mely a legismertebb index-kialakító és publikáló szervezet, 25%-os részesedéssel bírnak. E kis, eurózónán kívüli ország mára a hatékony szolgáltatások jóvoltából a GDP 300%-ra növvő tőkepiacukkal bebiztosította magát az európai élvonalba. Tőzsdéjük minden területen fejleszt, és a legmagasabbra teszi a léceket. Nyilván van mit tőlük is tanulni...

Ha a Virt-x modell sikeres lesz, az nagy tanulsággal szolgálhat azon tőzsdék számára, melyek félnek attól, hogy a legnagyobb papírjaik elhagyják őket, vagy hogy a tőzsde saját maga tegye át őket egy másik rendszerbe; alapot adhat annak a majd később kifejtett gondolatnak, hogy esetleg egy teljesen új, a régió legjobb részvényeire alapozó tőzsdét kellene létrehozni.

Lássunk egy érdekes tengerentúli példát is: a New York Board of Trade holdingba fogja össze a gyapottőzsdét (a NYCE-t és az annak szekciójaként működő devizatőzsdét (Finex)) és a kávé-tőzsdét (Coffee, Sugar & Cocoa Exchange). Ez a struktúra átmeneti állapot, az egyesülési megállapodásuk köztes lépése, mely 2004 közepére tűzi ki a fúziót úgy, hogy a két tőzsde jelenlegi tulajdonosaitól majd a most kialakított áron megveszik a részvényeket. Az erre való fedezetet a megállapodás aláírásakor létrehozott holding kötvénykibocsátásából képezik, melyet a két leánytőzsde jegyzett le. A NYBOT tanácsa jelenleg a két tőzsdetanács tagjaiból áll. 2004 közepén a két tőzsde tagjai ugyanabba a tőzsdetagi kategóriába fognak kerülni, és addigra készen lesznek az új egységesített szabályzatok és a várhatóan méretgazdaságosabban működő szervezeti- és díjstruktúra tervek.

¹¹ a londoni elszámolóházzal szövetkezve az első STP (straight through processing) és CCP (central clearing party) szolgáltatást nyújtó tőzsde. A kereskedési rendszere a legmodernebbek közé tartozik, és ez a legnagyobb arányban külföldi tagokkal bíró és külföldi papírokat jegyző tőzsde. Nem elsőrangú céljuk az IPO színterévé válni, amit a többi tőzsde favorizál, ők a legnagyobb intézményi piactérre akarnak válni

Azok a zöldmezős tőzsdék, melyek a meglévő tőzsdék termékkínálatából, szabályozásából, funkcionalitásából vagy rendszer-hátrányából kiindulva próbáltak újat hozni, egyelőre vegyes sikerrel jártak. A nagy bankház, a Morgan Stanley és a már említett OM által létrehozott Jiway teljes kudarc; e tőzsde viszont inkább a magánbefektetőkkel foglalkozó brókereket célozta meg, nemzetközi platformot és termékpalettát kínálva. Sikertelenségüket annak tudják be, hogy a brókerek a tőzsdében a MS meghosszabbított karját látták, amely így próbál több üzletet kötni. Ugyanebben az időben az amerikai Nasdaq, mely a tech-boom óta a „világ kedvenc tőzsdéje”, kénytelen volt felvásárolni európai partnerét, az Easdaq-ot, mert az nem tudott szárba szökni, és most próbálkoznak az amerikai modell európai implementálásával. És sorolhatnánk még az interneten elindult, többnyire közvetítő nélküli, aztán bezárt kötvény- és részvénytőzsdéket.

Rendkívül nehéz új likviditást teremteni, és a kezdeti befektetés is tetemes a zöld mezőn. Azok a rendszerek azonban, melyek kiépült ügyfélkörre és meglévő számítástechnikára támaszkodnak, ki tudják használni a maguk előnyére a tőzsdék hátrányait¹²: a Reuters rendszerén futó Instinet részvénytőzsde, melynek szabályozása jóval lazább a tőzsdeinél, egyre népszerűbb; a következő pontban arról is szó esik, hogy a magyar brókerek is egyértelműen növelik az ezen a rendszeren lebonyolított forgalmukat.

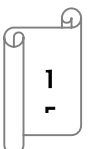
a külföldi szövetségkeresés piaci alapjai

Miután áttekintettük a működő szövetségek jellemzőit, nézzünk a dolgok mélyére: milyen tényezők alapozhatják meg a szövetségkötés sikerét. Bármiféle szövetségkötés, együttműködés vagy rendszerátvétel elengedhetetlen feltétele, hogy megvizsgáljuk, ténylegesen létezik-e befektetői érdeklődés a szóban forgó piacok között, illetve, a létrehozandó közös piac, mint egységes régió felé harmadik helyről. A következő elemzés már a magyar tőzsdéről szól.

A BÉT nyugati partnerkeresésének szempontja, hogy további termékeket kínáljon a tagjainak. Fel kell tehát mérni, hogy az adott „szövetséges” piac felé mekkora az érdeklődés a magyar befektetők és a közvetítő szerepet betöltő befektetési szolgáltatók részéről. Az érdeklődés megléte azért kulcsfontosságú, mert a tőzsde számára az esetleges költségmegtakarításon kívül többletbevételt csak a saját piacán bevezetett részvényekre kötött üzletek volumenének növekedése vagy – megfelelő megállapodás esetén – a tőzsde saját tagjai által a partner tőzsdén kötött üzletek utáni díjvisszatérítés jelenthet. Az optimális megoldást pedig nagy valószínűséggel a meglévő igények kielégítése jelentheti, azaz a legkisebb ráfordítással a leggyorsabb eredményt olyan piacokkal való együttműködés hozza, amelyek felé a magyar befektetők részéről már létező, így teljesen piaci alapokon kialakult igény mutatkozik.

A jelenlegi helyzet leírására két módszert találunk megfelelőnek. Egyrészt kíváncsiak vagyunk arra, hogy a befektetési szolgáltatók mely európai piacok áralakulását követik egyáltalán figyelemmel, másrészt megpróbáljuk felmérni, mekkora forgalom zajlik az adott piacokon jegyzett részvényekre a magyar befektetési szolgáltatókon keresztül.

¹² a tőzsdészerűen működő de tőzsdéként nem szabályozott elektronikus piacok elterjedt neve ECN (electronic communication network). Az Instineten bróker és végfelhasználó is egyaránt köthet



- **a tőkepiac szereplőinek „piackövetése”**

Feltételezhető, hogy a befektetési szolgáltatók érdeklődése a befektetők érdeklődését tükrözi vissza, így a befektetési szolgáltató azt a piaci árinformációt mindenképpen meg fogja szerezni, amelyre ügyfeleinek megfelelő kiszolgálásához szüksége van. Mivel egy adott piac árinformációinak hozzáféréseért az adatszolgáltató ügynökségek számára a legtöbb esetben előfizetési díjat kell fizetni, a befektetési szolgáltatók többsége csak a feltétlenül szükséges adatokért fizet (különösen a mai tőkepiaci helyzetben).

Az elemzést egy Magyarországon vezető szerepet betöltő tőzsdei adatszolgáltató előfizetőiről készített összesített információ alapján végezzük el¹³. Ezen adatok szerint a szolgáltató 45 magyarországi előfizetője közül 35-nek hozzáférése volt a budapesti tőzsde azonnali árinformációjához. Előfizetők közül a bankok 96%-ának volt jogosultsága a BÉT-hez. A második legnépszerűbb adatsomag a London Stock Exchange-ről érkező információ volt, mely az előfizetők több mint felénél elérhető, de ezen belül a brókercégek mindegyikének megvan, melyeknek kevéssé a brit piac, inkább a magyar részvények londoni ára érdekes – de ennek néhány évvel ezelőtt volt igazán jelentősége, amikor a BÉT késői nyitása miatt a vezető árinformációt a SEAQ reggeli jegyzései adták.

A budapesti kereskedés szempontjából is gyakran meghatározó S&P Futures adataira jelentőségéhez képest csak az előfizetőknek csupán 20%-a kíváncsi. Ennél többen, 11-en fizetnek rendszeresen a németországi részvényárfolyamok azonnali hozzáféréseért, míg az Euronext adataihoz mindössze ketten jutnak hozzá, amit meghatározónak tartunk a meglévő érdeklődés alapján a piacok közötti differenciálás során. Az amerikai tőzsdék közül a NYSE-re mindössze két előfizető van, azok is vélhetően a Matáv ADR-ek árfolyamának követése miatt, a NASDAQ papírjai után pedig némileg többen, öten érdeklődnek.

A közép-kelet európai régiót vizsgálva két másik nagy tőzsde iránt mutatkozik érdeklődés. A varsói adatokat meglepően sok, 9 előfizető megvásárolja, mely nagyjából egyenlően oszlik el a bankok és brókercégek között. Az előfizetők száma így eléri a S&P Futurest követők számát. A prágai tőzsdére azonban már jóval kevesebben, mindössze 4-en kíváncsiak. A prágai előfizetés minden esetben egy varsói előfizetéssel párosult, tehát ezen a ponton érvényesült a regionális gondolkodás. Feltűnő azonban, hogy az előfizetések jó része – különösen a prágai tőzsde esetén – olyan bankoknál található, melyek a BÉT-en kívül egyéb tőzsdei árinformációra egyáltalán nem fizetnek elő, azaz tényleges tőkepiaci aktivitásuk kérdéses. Érdekességként megemlíthető, hogy míg a bécsi tőzsdétől csak egyetlen előfizető kap adatot, a Newex adataira egyáltalán nem volt érdeklődő.

Mivel ez az adatsor csak egy, igaz vezető szerepet betöltő adatszolgáltató információin nyugszik, csak érdekességnek tartjuk ezt a szempontot; így is megállapíthatjuk, hogy a magyar befektetők részéről az adatszolgáltatás szintjén elsősorban a német, a lengyel és az amerikai piacok iránt van érdeklődés, jóval inkább, mint Euronext adataira.

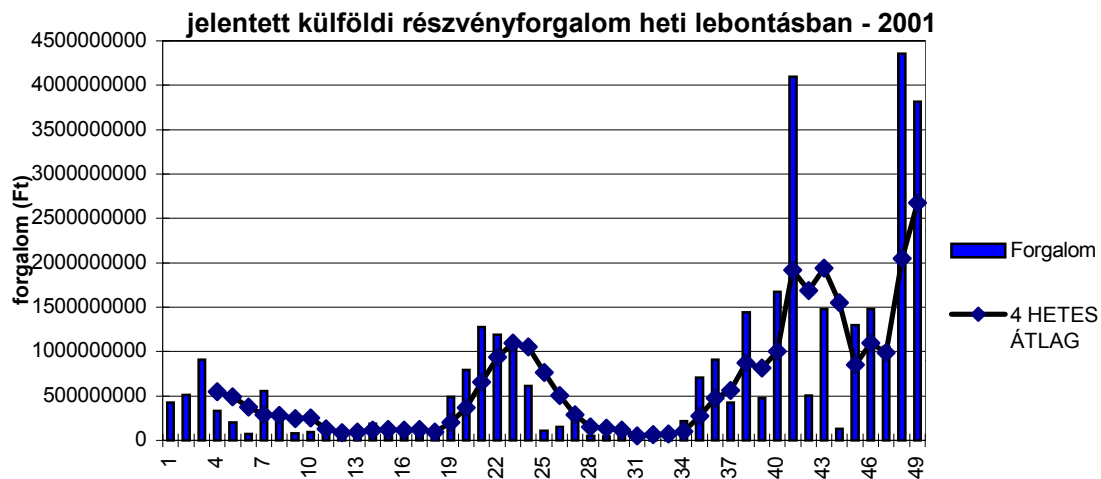
- **külföldi részvények forgalma magyar befektetési szolgáltatókon keresztül**

Természetesen az adott piac követése még csak előfeltétele egy üzlet megkötésének. A tényleges érdeklődés mérésére a külföldi részvények piacán már meglévő forgalmat tekintjük. Erre vonatkozóan egyetlen forrás áll a rendelkezésünkre: a befektetési szolgáltatók által minden héten jelentett tőzsdén kívül megkötött ügyleteknek a külföldi részvényekre vonatkozó sorai. Ezt a jelentést papíronkénti bontásban összesítve a PSZÁF hetente a Magyar Tőkepiacban nyilvánosságra hozza, és a saját WEB oldalán is hozzáférhetővé teszi, de az adatsor elemzése során számos problémát figyelembe kell venni.

¹³ ennél a szolgáltatónál a BÉT adataiért havonta és terminálonként 8-16 euró, a varsói tőzsde adataiért 16 USD, a prágai tőzsdéért 6-10 euró, a német piaci információkért 25-30 euró, az Euronext adataiért 20-50 euró díjat kell fizetni. Mivel hogy egy előfizető gyakran több előfizetéssel is rendelkezik ugyanarra a piacra vonatkozóan, mert több terminált használ, az előfizetések összessége a befektetési szolgáltatónál éves szinten milliós összegekre rúg. Az elemzés során azzal az egyszerűsítéssel élünk, hogy figyelmen kívül hagyjuk az előfizetések tényleges számát, egyedül az volt számunkra a fontos, hány befektetési szolgáltatónak van legalább egy hozzáférése az adott tőzsdéhez

- a jelentéseket a Felügyelet nem dolgozza fel: nem különítik el egymástól a külföldi kötvények és részvények forgalmát, és nem áll rendelkezésre semmilyen havi vagy évi összesítés, sőt az értékpapíroknak az országuk szerinti összesítése sem; ezt mi végeztük el. Az adatszolgáltatás 2000. december óta tartalmaz külföldi forgalmat
- gondot okoz az, hogy ezen értékpapírok forgalma döntően külföldi tőzsdén zajlik, ezért azok csak a magyar szabályozás szempontjából minősülnek tőzsdén kívüli forgalomnak. A számos megkérdezett befektető válasza alapján biztosan állítjuk, hogy jelenleg is vannak olyan brókercégek, melyek a külföldi tőzsdei forgalmat nem jelentik tőzsdén kívüli forgalomként, azaz a forgalom a valóságban magasabb a jelentettnél
- a jelentést forintban kell elkészíteni, azonban számos alkalommal találtunk olyan szarvashibákat a heti összesítésekben is, ahol az adott részvények devizában jegyzett nominális árát forint árként tüntették fel. Ahol tudtuk, korrigáltuk ezeket a tételeket, de a vélhetően számos hiba miatt a forgalom szintén magasabb lehet a jelentettnél
- az országokénti azonosítást az ISIN kódok alapján tudjuk elvégezni, de ez nem feltétlenül esik egybe az adott ország tőzsdéjén bonyolított forgalommal (pl. a Graphisoftnak holland ISIN kódja van, de Németországban van a piaca, a finn ISIN kódú Nokia piacának jelentős része pedig szintén Németországban található)
- a befektetési szolgáltatók a külföldi részvényre kötött üzleteket gyakran úgy bonyolítják le, hogy a brókercég a részvényt a külföldi piacon saját számlára megveszi / eladja, majd ezt forintban egy tőzsdén kívüli szerződésben a magyar befektetőnek továbbértékesíti / visszavásárolja. Ez esetben viszont a tényleges forgalomnak a duplája kerül jelentésre
- kiderült, hogy számos magyar alapkezelő a közép-kelet-európai régió részvényeinek vásárlásához magyar brókert vesz igénybe. Ennek ellenére a jelentésekben nyomát sem találtuk kelet-közép-európai részvényekre kötött üzleteknek. Ennek alapján biztosra vehető, hogy a kelet-európai részvények forgalma magasabb a jelentésben szereplőnél¹⁴.

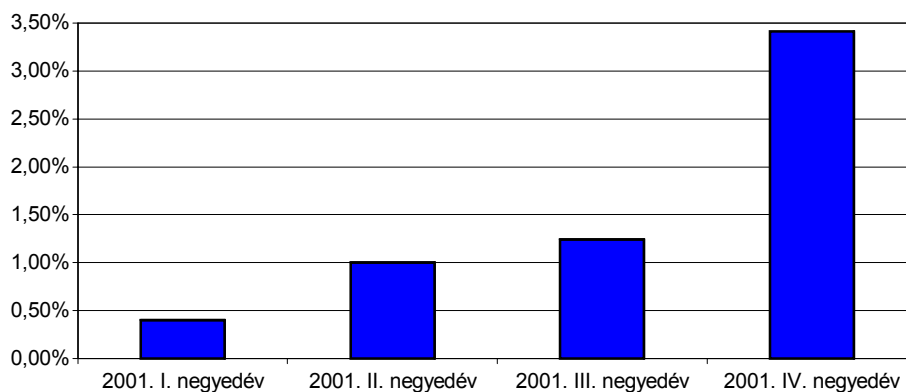
Úgy gondoljuk, hogy minden megszorítás ellenére a külföldi részvények forgalmának tendenciája egyértelmű választ ad arra a kérdésre, hogy alternatívát jelent-e a befektetők számára e piaci szegmens a BÉT forgalmának hanyatlásával szemben:



¹⁴ a Felügyeleti jelentések összesítése ugyan jó tájékozódást nyújthat a külföldi részvények utáni érdeklődés alakulásáról, azonban az adatok semmiképpen nem lehetnek pontosak, éppen ezért érdemes lenne újragondolni a Felügyeleti jelentések szerkezetét is

A külföldi részvényforgalom az utóbbi év fejleménye: év elején még vélhetően csupán egy-két intézményi befektető vásárlásainak volt köszönhető a forgalom, és kevés részvényre oszlott a kereslet. Miután az első negyedév végére nyilvánvalóvá vált a BÉT forgalmának drasztikus csökkenése, a befektetési szolgáltatók megkezdtek az alternatíva keresését, mellyel egyidőben az Instinet nevű elektronikus kereskedési felületet nyújtó társaság számos brókercégnél a kereskedést megkönnyítő terminált is telepített. Ennek köszönhető az első félév végi felfutás, melyet ezen szegmensben is a nyári pangás követett. Ősztől kezdődően pezsgés indult be ezen a piacon, és a szeptember 11-i terrortámadás után a legtöbb héten már 1 milliárd forint fölötti forgalomról számoltak be a brókercégek, sőt az év vége felé több alkalommal a 4 milliárd forintot is megközelítette a heti üzletek összértéke. Ennek köszönhetően a rövid időszakos ingadozást némileg elsimító 4 hetes forgalmi átlag az év elején jellemző néhány százmillió forintos szintről a második félévben 2 milliárd forint köré emelkedett, és a forgalmazott részvények köre 30-40 értékpapírra bővült. Jól mutatja az érdeklődés növekedését, hogy míg az első félévben a jelentett külföldi részvényforgalom 10,1 milliárd Ft-ot tett ki, addig a második félévben a 27-49. hét között meghaladta a 24,7 milliárd Ft-ot, és várhatóan a félévet 30 milliárd forint körül fogja zárni. Ennek alapján a külföldi részvények utáni érdeklődés egyetlen félév alatt megháromszorozódott!

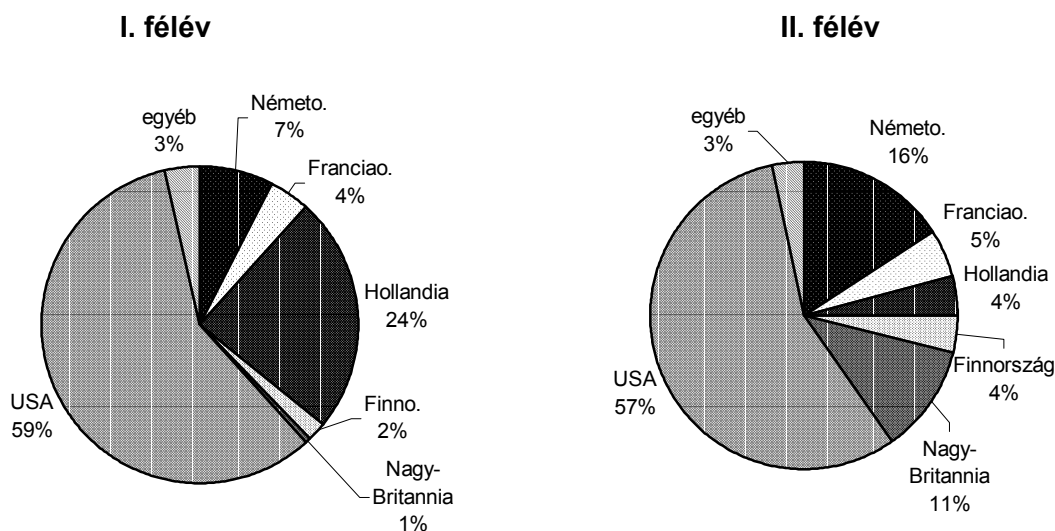
a külföldi részvények forgalma a BÉT forgalmához képest



Látványos emelkedésnek lehetünk tanúi, ha a külföldi részvények forgalmát a BÉT forgalmához hasonlítjuk. Míg az első negyedévben csak 0,4%-ot ért el a részvények adásvétele a BÉT duplikált forgalmához képest, addig a második negyedévben 1%, a harmadik negyedévben 1,24%, a negyedik negyedévben pedig várhatóan közel 3,5% lesz ez az arány, vagyis a külföldi részvények adásvételének jelentősége egyetlen év alatt nagyságrenddel emelkedett a magyarországi értékpapírpiacra. A 2001. évi éves átlag várhatóan 1,50% körül fog alakulni, amely a jelenlegi növekedési ütemből kiindulva a 2002. évben akár 10-30%-ra, az *EU csatlakozás idejére pedig legalább a BÉT forgalmának szintjére növekedhet*. A lényeg tehát a piaci szegmens növekedésének dinamikája, amelyet minden piaci szereplőnek, így a Budapesti Értéktőzsdének, a Felügyeletnek és a jogszabály alkotóknak is észre kell venniük, és alkalmazkodniuk kell ezen új helyzet okozta kihíváshoz.

a külföldi részvények forgalmának országonkénti megoszlása

Miután bizonyítottunk látjuk a külföldi részvények utáni kereslet erőteljes növekedését, indokolt megvizsgálnunk, hogy az alacsony bázis ellenére mit mutat a forgalom országonkénti megoszlása, hiszen a BÉT számára a legmegfelelőbb partner kiválasztása során alapvető szerepet kell kapjon a befektetők tényleges érdeklődése az adott értékpapírcsoporthoz iránt.



Figyelembe véve a jelentéssel kapcsolatban már említett gondokat, az adatsor rövideje ellenére az alábbi következtetéseket vonhatjuk le:

- a magyar befektetők számára döntő fontosságú piac az amerikai részvények kereskedelme, mely egymagában a teljes forgalom több mint felét tette ki mind a két félévben (számos alkalommal tapasztaltuk azonban, hogy a magyar befektetők amerikai részvényekre kötött üzleteik egy részét a Deutsche Börse amerikai részvényszekciójában kötik, mióta annak kereskedése 2001. őszén beindult)
- a forgalmi adatokat tekintve is hasonló prioritási sorrend alakult ki, mint amit már az adatszolgáltatóknál is láthattunk. Az európai részvények utáni kereslet a német piacra összpontosult, mely a teljes éves forgalom több mint 13%-át adta. A brit részvények utáni kereslet különösen a második félévben volt jelentős, részesedésük éves szinten meghaladta a 8%-ot, de ez tapasztalatunk szerint jellemzően egyetlen részvényre, a szélsőséges árfolyammozgást produkáló Marconi részvényeire koncentrált. Ennek alapján a brit piac utáni érdeklődés a statisztikában megjelenőnél kisebb lehet
- az Euronext piacok közül meglehetősen alacsony a francia piac részesedése (éves szinten kevesebb, mint 5%), a holland piac bár éves szinten közel 10%-os részesedést ért el, a második félévben aránya kevesebb mint 4% volt. Ennek okát abban látjuk, hogy egyrészt az év elején a nagyobb intézményi vétel az ING Group részvényeire irányult, másrészt a holland ISIN kóddal rendelkező Graphisoft részvények adják nagyjából a holland forgalom felét. Ennek alapján a Graphisoft, és az éveleji egyszeri tétel nélküli holland piac súlya 2-4%-ra tehető. Belgium és Portugália részvényeire ugyan volt némi forgalom, azonban ennek súlya százalékosan nem volt mérhető
- a vezető piacokon kívül érdemi forgalom kizárólag a finn részvényekre (Nokia, Sonera) zajlott, éves részesedésük meghaladta a 3%-ot, de mint említettük, az üzletek egy jelentős részét Németországban kötik
- Ausztriában mindössze az év elején tapasztaltunk jelképes forgalmat, azóta egyetlen üzletet sem jelentettek, és nem szerepel a jelentésekben – de mint kiderült, helytelenül – egyetlen cseh vagy lengyel részvényre kötött üzlet sem. S bár több más piacon is folyamatosan születnek üzletek, (Spanyolország, Japán, Olaszország, Svédország, Svájc), de ezek összesített súlya éppen csak meghaladja a 3%-ot

A jelentésekből tehát az derül ki, hogy a külföldi részvények utáni kereslet egyértelműen három központ irányába, az amerikai, a német és az Euronext országok piaca felé terelődik. Az amerikai piacok dominanciája (57%) mellett, ha korrigáljuk a Graphisoft, a finn részvények németországi kereskedésének és az egyszeri ING Group utáni kereslet torzító hatásait, azaz országok helyett az adott értékpapír piacának tényleges helyét vesszük alapul, akkor a német piac tényleges súlyát kb. 20%-ra, az Euronext piacok tényleges súlyát kb. 10%-ra becsüljük a 2001. évi adatok alapján.

Bár hangsúlyozni szeretnénk, hogy a vizsgálatunk alapját jelentő adatsorok mind a tőzsdei adatszolgáltató, mind a befektetési szolgáltatók jelentései esetében hordoznak magukban bizonytalanságot, mégis megállapíthatjuk, hogy a vezető nyugat-európai tőzsdék közül a magyar befektetők számára jelentős előnyre tett szert a német értékpapírpiac az Euronext csoporttal szemben. Továbbá, a külföldi részvények szerepének növekedése e „fejlett” tőzsdékre koncentrált; a magyar befektetőknek csak kicsi, ugyan markáns csoportja érdeklődik a kelet-európai befektetések iránt. Azonban a külföldre irányuló tendencia csupán egy éve kezdődött, megingathatatlan megállapításokat korai lenne tenni.

Az egész fejezet összefoglalásaként elmondhatjuk, hogy a szövetségek működtetésének receptjében csupán két hozzávaló helyettesíthetetlen: a kétirányú átjárással biztosítható termékpaletta-bővítés és a méretgazdaságos működtetést feltételező és költséghatékony szolgáltatás biztosítása. A szövetségeknek ezáltal kell növelni részvényeik értékét. Ezen felül, ahány hely, annyi szokás, minden a résztvevőkön múlik. Az anyag hátralévő részében kifejtett javaslatokba pedig igyekezünk a példákából leszűrt következtetéseket beépíteni.

2. szín: a közép-kelet európai régió

az alábbiakban a tanulmány céljának megfelelően elemezzük a budapesti, prágai, pozsonyi, ljubljanoi és varsói tőzsdék helyzetét egyrészt a megjelölt dokumentumok, másrészt a találkozások alkalmával elmondottak alapján

madártávlat

E régió egyik különlegessége, hogy a külföld a térséget annak valós széttagoltsága ellenére nagy általánosságban a mai napig egységesnek ítéli és egységesen is kezeli. A három NATO tag országkockázati besorolása ugyanaz, mindhárom ország befektetési minősítést kapott és a másik kettőé is felfelé ível. Így országkockázatról aligha beszélhetünk, és mégis: a közép-kelet európai tőzsdék a nyugatiakhoz képest egy külön kalapba tartoznak.

Mielőtt áttérünk az egyes tőzsdék elemzésére, nézzük meg, mit is jelent a tőzsde a térség gazdaságaiban.

- **a kelet-európai tőzsdék makrogazdasági szerepe**

a kelet-európai tőzsdéken jegyzett társaságok átlagos kapitalizációja (millió euró)

	1996	1997	1998	1999	2000
Lengyelország	72	76	91	139	144
Magyarország	75	246	216	247	223
Ausztria	161	208	198	174	164
Csehország	9	47	42	75	89
Szlovénia	11	17	25	19	21
Szlovákia	4	5	4	4	4
Horvátország	32	45	46	40	47

forrás: tőzsdék éves jelentései, Wiener Börse Working Paper, saját számítás.

A tőzsdei társaságok átlagos kapitalizációja Magyarországon a legnagyobb. Emögött viszont szélsőséges adatok húzódnak, így ez önmagában nem jelentős tényező. Az egész piaci kapitalizáció aránya más makrogazdasági mutatókhoz pontosabb képet fest a tőzsdéről. Az alábbi táblázat a kelet-európai országok gazdasági kibocsátására és részvénytőzsdéjének méretére vonatkozó adatokat veti össze.

a GDP és részvénytőzsdéi kapitalizáció 2000-ben

	GDP (milliárd euró)	GDP/fő (euró)	Kapitalizáció/GDP
Ausztria	206	25 395	15%
Lengyelország	186	4 803	17%
Csehország	58	5 631	22%
Magyarország	54	5 367	25%
Horvátország	22	4 945	14%
Szlovákia	19	4 155	19%
Szlovénia	19	10 942	17%

forrás: Wiener Börse, tőzsdék éves jelentései.

Úgy tűnik, hogy a GDP arányos kapitalizáció nem áll összefüggésben sem a GDP abszolút értékével, sem az egy főre jutó GDP értékével. Ez azt jelenti, hogy a tőkepiac relatív méretét nem befolyásolja közvetlenül a gazdaság mérete, tehát más tényezők is közrejátszanak.

• **vállalatfinanszírozási tökéletlenségek**

A következő táblázatok a kelet-európai vállalatok bruttó állóeszköz-beruházásai finanszírozási csatornáit mutatják 1998-ban és 2000-ben, azaz a válságos időszakban.

a vállalatok külső finanszírozása a bruttó állóeszközberuházás %-ban (1998).

	Cseho.	Szlovákia	Lengyelo.	Magyaro.	Szlovénia	Portugália	Spanyolo.	Németo.	USA
hazai források	7,6%	1,1%	22,2%	22,0%	14,4%	43,9%	26,1%	N/A	N/A
bankhitel	5,5%	N/A	17,1%	20,4%	14,2%	32,8%	19,9%	17,0%	6,8%
kötvénykibocsátás	2,1%	1,1%	2,3%	1,2%	0,2%	3,5%	1,4%	N/A	N/A
Részvénykibocsátás	0,0%	N/A	2,8%	0,4%	0,0%	7,6%	4,8%	3,8%	14,3%
külföldi források	13,4%	15,9%	9,0%	7,0%	8,8%	5,3%	4,4%	N/A	N/A
vállalatok közti hitelek	6,3%	1,2%	4,0%	4,1%	1,2%	2,8%	2,1%	N/A	N/A
bankhitelek	5,3%	14,6%	2,8%	3,2%	7,5%	2,2%	2,3%	N/A	N/A
kötvénykibocsátások	1,8%	0,1%	2,2%	-0,3%	0,1%	0,3%	0,0%	N/A	N/A
külső források össz.	21,0%	17,0%	31,2%	29,0%	23,2%	49,2%	30,5%	N/A	N/A
értékpapírkiadás	3,9%	1,2%	7,3%	1,3%	0,3%	11,4%	6,2%	N/A	N/A
összesen									
hitelek összesen	17,1%	N/A	23,9%	27,7%	22,9%	37,8%	24,3%	N/A	N/A

a vállalatok külső finanszírozása a bruttó állóeszközberuházás %-ban (2000).

	Cseho.	Szlovákia	Lengyelo.	Magyaro.	Szlovénia
Hazai források	-4,8%	-2,2%	14,4%	19,0%	13,8%
bankhitel	-8,6%	-2,5%	11,4%	18,9%	13,6%
kötvénykibocsátás	2,9%	0,3%	1,7%	0,1%	0,2%
részvénykibocsátás	0,9%	0,0%	1,3%	0,0%	0,0%
külföldi források	8,8%	4,3%	8,7%	16,6%	10,6%
vállalatok közti hitelek	4,1%	1,1%	4,0%	3,1%	1,7%
bankhitelek	3,7%	-1,2%	3,3%	13,6%	9,6%
kötvénykibocsátások	1,0%	4,4%	1,4%	-0,1%	-0,7%
külső források	4,0%	2,1%	23,1%	35,6%	24,4%
összesen					
értékpapírkiadás	4,8%	4,7%	4,4%	0,0%	-0,5%
összesen					
hitelek összesen	-0,8%	-2,6%	18,7%	35,6%	24,9%

forrás: Franz Schardax - Thomas Reininger

A táblázatok alapján az alábbi fontosabb megfigyeléseket tehetjük 1998-ra vonatkozóan:

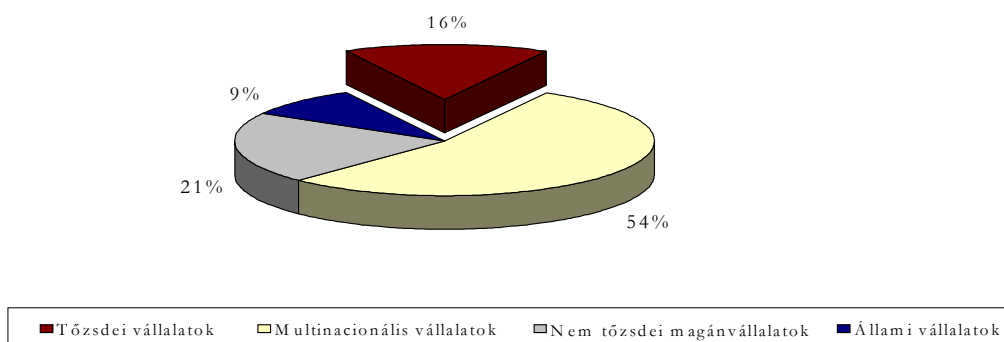
1. Lengyelországban az értékpapíripiaci finanszírozás aránya elérte a 7,3%-ot, meghaladva ezzel Spanyolország 6,2%-os, s megközelítve Portugália 11,4%-os értékét. Ezen belül, Lengyelországban a kötvénykibocsátások adták az értékpapíripiaci finanszírozás több mint 60%-át. Ezzel szemben Portugáliában és Spanyolországban a részvénykibocsátások tették ki az értékpapíripiaci finanszírozás több mint 66%-át
2. Csehországban az értékpapíripiaci finanszírozás aránya 3,9% volt, ami 100%-ban vállalati kötvénykibocsátásokból adódott. Magyarországon, Szlovákiában és Szlovéniában az ugyanez az arány elhanyagolható volt
3. a kelet-európai országok közül Lengyelországban a legnagyobb, 31,2%-os a teljes külső finanszírozás aránya a bruttó állóeszköz-beruházás százalékában. Ezt szorosan követi Magyarország a maga 29%-os értékével.

A 2000. év vonatkozásában a következő adatokat tartjuk fontosnak:

1. Lengyelországban az értékpapíripiaci finanszírozás aránya 4,4%-ra esett vissza. Ezen belül a kötvény- illetve részvénykibocsátások aránya nagyjából változatlan
2. Csehország és Szlovákia megelőzte Lengyelországot az értékpapíripiaci finanszírozás arányának tekintetében. Csehországban 4,8%, Szlovákiában 4,7% az arány. Szlovákiában kizárólag kötvénykibocsátásokra került sor, míg Csehországban a részvénykibocsátások aránya megközelítette a 20%-ot
3. Magyarországon és Szlovéniában továbbra is jelentéktelen az értékpapíripiaci finanszírozás aránya
4. egyedül Magyarországon nőtt számottevően a külső források aránya a bruttó állóeszközberuházáshoz viszonyítva: a 35,6%-os érték továbbra is a legmagasabb. Különösen jelentős volt ezen arány visszaesése Csehországban és Szlovákiában.

A kelet-európai részvénytőzsi piac csekély finanszírozó szerepe mögött közismert okok húzódnak meg: a régió országaiban a tőzsdei és tőkepiaci intézményeknek gyenge hagyománya és hatalmas megszakításokkal terhelt történelme van. Az értékpapírpiacok nem szerves fejlődés eredményeként jöttek létre vagy nyíltak meg újra, hanem elsősorban a privatizáció érdekeit szolgálták. A kormányok hol használták a tőzsdét, hol nem, az 1990-es évektől pedig a kelet-európai gazdaságokban, de főleg Magyarországon az üzletrésztől készpénzzel fizető multinacionális társaságok térnyerése volt jellemző. Ezek a cégek beruházásaikat nem a helyi tőkepiacon finanszírozzák¹⁵. Továbbá, nem léteznek hosszú tőzsdei múltú visszatekintő vállalatok, a nagy tőkét felhalmozó intézményi befektetők, nyugdíjpénztárak pedig most indulnának fejlődésnek. Az általános hitelfelvételi és tőkepiaci forrásbevonási hajlandóság (leverage-kultúra) pedig igen alacsony fokon áll.

a 200 legnagyobb árbevételű magyar vállalat tulajdoni viszonyok szerinti megoszlása 2000-ben



forrás: Figyelő TOP 200.

A fenti grafikon alátámasztja a fentieket: Magyarországon 2000-ben a kétszáz legnagyobb árbevételű vállalat teljes árbevételén belül a multinacionális vállalatok összesített árbevétele 54%-os arányt képviselt. A hazai tulajdonú, tőzsdén kívüli társaságok részesedése az összes árbevételből 21%-os volt, míg az állami tulajdonú vállalatok részesedése 9%-ot tett ki. Az ebbe a körbe eső tőzsdei vállalatok összesített árbevételének aránya mindössze 16%-ot ért el. Ráadásul, ezen belül is csak a MOL Rt. és a Matáv Rt. 70%-os arányt képviselt.

• 2001-es részvénytőzsi forgalom a térségben

A kapitalizációra és az éves szintű forgalmak alakulására vonatkozó táblázatot a függelékben helyeztük el, az alábbi adatokat a következő fejezet jobb megértése érdekében tettük ide. Az általános tendencia alól egyik tőzsde sem kivétel: a napi átlagforgalom 2001-ben mindenhol csökkent, Varsóban és Budapesten 2000-hez képest egyaránt 50%-ot meghaladó mértékben.

	PSE	BSSE	WSE	BÉT	LJSE
napi átlagos részvényforgalom millió euróban	16	4	79	44	4

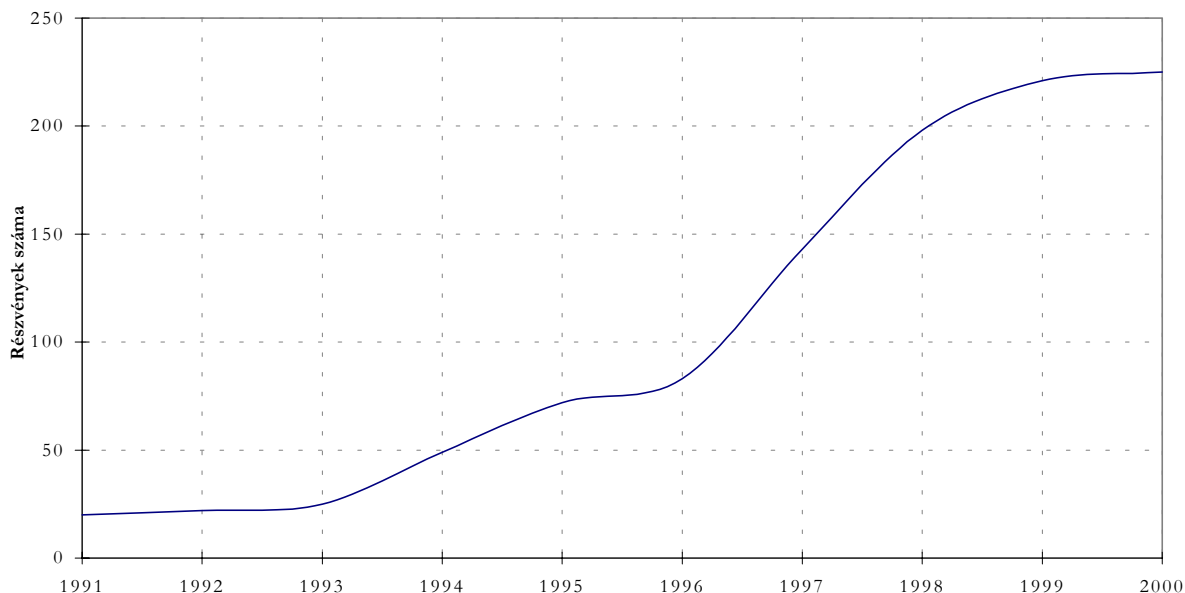
forrás: a tőzsdék WEB oldalai

¹⁵ ahogy a lengyel tőzsde elnöke mondja (erről a későbbiekben még lesz szó): ha a multiknak nem itt van a székhelye – márpedig nem itt van – akkor a tőzsde sem fog nemzetközi méreteket ölteni, mert a multik a tőkét nem itt vonják be

- **Lengyelország példája**

Különösen a cseh és a szlovák tőzsdével ellentétben a varsói tőzsdén jegyzett részvények száma jóval kiegyensúlyozottabban alakult (lásd alábbi grafikon).

a varsói tőzsdén jegyzett részvények száma 1992-2001



forrás: WSE

A privatizációt követően illetve részben azzal párhuzamosan különösen 1997-ben és 1998-ban nőtt a tőzsdén jegyzett részvények száma, amikor több mint száz magánkézben lévő vállalat tőzsdei bevezetésére került sor, vélhetően azért, mert a nemzetközi részvénytőzsdék 1997-ben és 1998-ban bekövetkezett számottevő árfolyam-emelkedése vonzó finanszírozási feltételeket teremtett a vállalatok számára.

Úgy véljük, hogy a lengyel tőzsde előnye a többi kelet-európai tőzsdével szemben a belföldi magánbefektetők meglehetősen nagy arányú részvétele¹⁶, mely mögött a WSE célzott stratégiája húzódik meg: már kezdetektől hangsúlyozták a hazai befektetők és a lengyel kibocsátók fontosságát. Varsói statisztikák szerint 2000-ben a belföldi egyéni befektetők generálták a tőzsdei forgalom 50%-át, míg a külföldi intézményi befektetők részesedése csupán 28%-ot tett ki. Utólag szerencsésnek tűnik a lengyel kormányzat kezdeti piacvédő intézkedése is, mely nem engedte a lengyel papírok külföldi kereskedelmét (időközben ezt természetesen liberalizálták). Ez idő alatt a BÉT folyamatosan külföldi befektetők iránti orientációját hangsúlyozta, a kibocsátókról azt gondolták, hogy maguktól fognak majd bejönni a tőzsdére, és ha egy-egy társaság valamit el akart érni a tőzsdénél, arra nem a megfelelőképpen reagáltak, ahogy egy szolgáltató cég próbál klienseinek a kedvében járni. A lengyelekről lesz még szó; de ebből itt most csak azt kívánjuk leszűrni, hogy a megfelelő vállalatvezetési stratégia, a vízió és a küldetés megfogalmazása egy ilyen, a makrogazdaságtól nagymértékben függő szervezet esetében is meghatározó.

¹⁶ a lengyel brókercégek több mint 1,2 millió belföldi részvénytartóval tartanak nyilván, azonban ezen belül mintegy 300 ezer számlán bonyolítanak rendszeres forgalmat. A felnőtt lengyel lakosság kb. 5%-a fekteti megtakarításait kötvényekbe vagy részvényekbe

békaperspektíva

- **a Budapesti Értéktőzsde**

A BÉT helyzetének elemzése egy stratégiai irányvonal megfogalmazásánál elengedhetetlen, főleg, ha a projekt elsősorban a BÉT fejlődését kívánja elősegíteni. A tavaly márciusban írt JDLV tanulmány többek közt a lényeges mutatókat is felsorakoztatja; ezek felfrissítését a függelék tartalmazza. Az alábbiakban pedig először a stratégiáról lesz szó, majd az általunk fontosnak ítélt, bármiféle szövetségkötés esetén szem előtt tartandó feltételeket foglaljuk össze.

jelenlegi helyzet

A BÉT a frissen elfogadott tőkepiaci törvény értelmében 2002-ben alakul át részvénytársasággá. Ez a lépés ugyan elkerülhetetlen, de régóta húzódik; az ezirányú stratégia megfogalmazásától eltelt kb. másfél év alatt a BÉT jövedelmezőségi pozíciója leromlott. A JDLV tanulmányban levezettük a tőzsde árbevételének alakulását és az azt meghatározó tényezőket; számításainkat folytatva, *biztosak vagyunk benne, hogy a megtett jóslat, miszerint a BÉT idén, a 2001-es évben jelentős, 200-300 m Ft-os veszteséget fog elszenvedni*, sajnos teljesülni fog. Sőt: nem hisszük, hogy a tőzsde, feltéve, hogy különösebb változás nem áll be a tőzsde életében, a következő legalább három évben valóban rentábilissá válhat!

Egy ilyen helyzetben történő átalakulás nem éppen szerencsés, de erről nem igen esik szó: minthogyha a részvénytársasági forma bevezetése nem a tulajdonosi szemlélet bevezetését jelentené, mely alapvetően a jövedelmezőségi pozíció kecsegtető kilátásait helyezi előtérbe. Egy olyan tőzsdei anyagot sem sikerült látnunk, ami afelől biztosítaná a jövőbeli tulajdonosokat, hogy a cég kilátásainak javulására milyen stratégiát dolgoz ki a vezetés, sőt: az „opportunity loss-ot” a pozitív cash-flow kimutatással elrendezettnek tekintik. (Az első fejezetben leírtuk, hogy az effajta tőzsdevállalati megközelítés ma a legkevésbé korszerű.)

A tagi és tulajdonosi érdekek kettéválasztásának önmagában is vannak veszélyei, erről is már szóltunk; lássuk csak, mi is lesz a helyzet a budapesti piac tulajdonosait tekintve: a jelenlegi ún. tulajdonhányadok fognak tulajdonrészé átalakulni, *így a tőzsde tulajdonosainak 31%-a nem befektetési szolgáltató lesz*, és ha a kereskedő tőzsdetagok további 19%-nyi részesedést olyan befektetőknek adják el, melyek nem befektetési szolgáltatók, akkor a brókerek/bankok kisebbségbe kerülnek! Egyébként is, a tulajdonosi átalakulás önmagában a tőzsdén nem fog áttörést hozni, hiszen stratégiai partnert vagy új tőkét még nem fognak bevonni, így jelentősebb változásra ettől még nem lehet számítani. Ennek vannak törvényi akadályai is, hiszen a tulajdonszerzés limitált, valódi stratégiai partner bevonásához törvénymódosítás szükséges – de egyelőre különben sem tudni olyan befektetőről, aki az ajtót döngetné. Pedig egy zártkörű alaptőke-emelés során bevont stratégiai partnertől el lehetne várni a helyzet megoldását.

A BÉT szerintünk a folyamat komplexitásáról nem igen akar tudomást venni, de megállapítjuk, hogy helyzetértékelése az egy évvel ezelőttihez képest javult: a tőzsde már nyilvánosan keresi a tőzsdeszövetségekkel való együttműködési lehetőségeket (a részleteket természetesen titkosan kezelve), és a kiútkeresés útjára lépett; mind a kibocsátók, mind a külföldi, mind a hazai befektetők felé nyitni kezdett.

Ami a stratégiai partnert illeti, két tényező nehezíti meg a jelöltek dolgát: a BÉT piaci és jövedelmezőségi helyzete és stratégiája. A 2. fejezetben kifejtett vállalati mutatókon belső átszervezéssel nyilván lehet csiszolni, a forgalmat viszont nem lehet egyik napról a másikra kellőképpen fellendíteni. Ez viszont a kívánatos partnerek szemében nyilván hátrébb sorolja a BÉT-et, és ha a jelölt nem hosszú távú stratégiai döntés értelmében óhajt szövetségre lépni, a tőzsde nehezen kaphat előnyös feltételeket. Ezt a helyzetet csak súlyosbítja a tőzsde

konzervatív stratégiája, mely a jelenlegi kereskedési rendszer fel nem adására helyezi a hangsúlyt, és ennek fényében keres partnert. A kereskedési szoftver egyébként mára jól működik, a brókerek meg vannak vele elégedve, és a jelenlegi piacot valóban ki is szolgálja. A két és fél milliárd forintra rúgó beruházás már nem kerül több pénzbe, viszont leírása rendkívüli veszteséget okozna. Csak az a gond, ahogy arról a technológiáról szóló pontban szó volt, hogy a zárt architektúra kifejezetten hátráltatja a tőzsde szolgáltatói szerepének erősödését és a nemzetközi vérkeringésbe való becsatlakozást.¹⁷

Véleményünk szerint mind a szervezeti átalakulást, mind pedig a rendszert eszköznek, és nem célnak kell tekinteni, és ha ezt a BÉT így is látja, esetleg így is kezeli, akkor helytelenül kommunikálja, mely különösen ebben a helyzetben nem éppen szerencsés. Ebből kifolyólag a rendszerkínáló Deutsche Börse rögtön hátrébb kerül a listán, míg az Euronext hajlandó olyan együttműködésbe fogni, mely egy harmadik kommunikáló szoftver (interface) segítségével köti össze a két rendszert. E megoldásnak számos hátránya (sokba kerül, funkcionalitásában korlátozott, és tulajdonképpen csak a BÉT tagjainak külföldi piachoz való hozzáférést biztosítja, ettől itt több külföldi nem fog kereskedni) mellett az az előnye is megvan, hogy ki lehet majd jelenteni, hogy a nemzetközi partnerkeresés is sikeresen befejeződött, úgy, hogy nem kellett kidobni egyébként világszínvonalú rendszerünket.

Mi leginkább azt sajnáljuk, hogy a francia régióhoz tulajdonképpen a magyar tőkepiacnak nem sok köze van (a külföldi forgalomról szóló elemzés is ezt támasztja alá, bár arra vonatkozólag, hogy mennyi frankfon befektető aktív a BÉT-en, nincsen adatunk). Ettől függetlenül, rendszert éppen még lehetne tőlük venni – melybe az elindított együttműködés még előbb-utóbb kicsúcsosodhat – de a fő kérdésben, a befektetők közelítésében várhatóan kisebb lesz az előrelépés. A vertikális-horizontális modell determinált megkülönböztetése, ahogy arról az első fejezetben már szó volt, szerintünk felületes, sőt, némely pontban helytelen. Amennyire megítélhetjük, a DB-vel történő együttműködés nehézsége kevéssé e megközelítésben, inkább a frankfurti hozzáállásban rejlik, ami azért változhat, ezért nekünk talán kevéssé kellene elhatárolnunk magunkat e lehetséges fejlődési iránytól. A Deutsche Börse rendszerhasználatot kínál, de térségünknek jelenleg nagyon hátrányos, hogy ezt jelenleg csakis üzleti alapon teszi, bár ha stratégiai célponttá válunk, attól többen méginkább tartanak.

A tőzsde tehát tárgyal, érdeklődik. Frankfurton és Párizson kívül információink szerint a BÉT, kötvénypiacát fejlesztendő, az amerikai Cantor kötvénytőzsdével is felvette a kapcsolatot, melyet azonban szeptember 11. félbeszakított. Most nézzük meg, mi történt a kapcsolatrendszer fejlődésében hazánkban belül és a régióban.

hazai partnerek

A BÁT-tal való egyesülés és együttműködés régi téma. A BÉT felajánlotta a BÁT-nak az MMTS-t, amit a BÁT nem fogadott el; a lefolytatott beszélgetésből is az derült ki, hogy az Árutőzsdének nem áll érdekében a BÉT-tel való együttműködés. Kis szervezet, méretén sem lehet sokat változtatni; a gabonásoknak pedig nem kell rendszer, ragaszkodnak a tőzsdeteremhez, a devizásokat a jelenlegi szoftver kiszolgálja. Elmondásuk szerint saját területükön sem óhajtanak a régió többi árutőzsdéjével különösebb kapcsolatot kialakítani.

A KELER Rt-vel való együttműködés eddig is jó volt, munkamegosztáson alapult. A KELER egy valódi szolgáltató cég, piaci stratégiában gondolkoznak; érdekes, Horváth Gergely vezérigazgató elmondása szerint mind a szervezeti formát, mind a rendszert csupán egy jelenlegi eszköznél tekintik a szolgáltatás hatékonyságának növelésére. Fejlesztéseiket mára, nyolc évvel megalakulásuk után befejezték, és most a növekedési lehetőségeket kutatják. Többek között ennek fényében hívták létre, nyugati mintára, a Közép- és Kelet Európai Értéktárak és Elszámolóházak Szövetségét, a CEESDA-t, melyen keresztül a KELER informálódik a térségben zajló folyamatokról, lehetőségekről. A BÉT-tel való stratégiai együttműködés a vezérigazgató szerint egyáltalán nem kizárt, napirenden van.

¹⁷ A BÉT ezen álláspontját jól példázza az a nemrégben a tagságnak körbeküldött, a tőzsde stratégiáját firtató kérdőív, melyben a kérdések úgy kerültek megfogalmazásra, hogy a választ is többféleképpen lehessen értelmezni, pld: „Szükséges-e a BÉT rendszerének valamely más alternatív kereskedési platformmal való összekötése? Szükség van-e arra, hogy a BÉT infrastruktúráján keresztül eljusson olyan szolgáltatóhoz (közvetítőhöz) melynek más piacokhoz van hozzáférése?” Az esetleges rendszercsere fel sem merül

térségbeli együttműködés

A '97-ig hivatalban lévő Rotyis József BÉT ügyvezetőnek megfogant a fejében a gondolat, hogy mit lehetne kezdeni az akkor még magunk mögött tudott szomszédokkal, és egyrészt elindította a Sportnapot, mely a kommunikáció alapját jelentette, másrészt kitalálta a CESI-t, a közép-kelet európai részvényindexet, melynek kialakításában az öt tőzsde mindegyike részt vesz, és ez okból kifolyólag is tartják egymással a kapcsolatot. A BÉT kezdeményezte az öt tőzsde közötti információcsere-egyezmény létrejöttét is. Rotyis úr azóta is azon a véleményen van, hogy ebben a régióban van még kiaknázható lehetőség. Véleménye szerint itt nem a tőzsdék, mint szervezetek integrációjáról van szó, hanem a tőkepiacok egyesüléséről. Az utat, vagy az irányt az európai integrációs felkészülés úgyis kijelöli. Az ő álláspontja az, hogy legelőször is a részvények egyszerre több tőzsdén való bevezetését kell lehetővé tenni (cross listing), mely maga után vonja a szabályozási harmonizációt, majd a kereszttagságot is be lehet vezetni. Szerintünk néhány évvel ezelőtt ez a megközelítés sikeresen véghez vihető lehetett volna (lásd JDLV), manapság azonban, bár ez a fajta hagyományos szemlélet továbbra is jogos, a konkrét számok nagyobb szerephez jutnak. Az elképzelés szerintünk nem eléggé dinamikus: nagy vonalakban igaz, de nem elég indok a tőzsdéknek a fejsze fába vágásához.

A kérdésre a BÉT-en úgy reagálnak, hogy persze, szép és jó lenne a kelet-európai tőzsdeszövetség, de nem megvalósítható, nem azért, mert a Budapest nem akarná, de a többi tőzsde eleve elhatárolja magát az ötlettől, valamint a projekt annyi energiát emésztene fel, hogy nem éri meg – ráadásul a nyugati partnerkereséstől venné el a forrásokat. A méretgazdaságosság növelése ugyan felmerül, de sokszor azonnal kijelentik, hogy a tőzsdék egybevonásával sem lehet ezt a problémát megoldani (az erre vonatkozó számításainkat a 2. fejezet tartalmazza). Mindenesetre, ahogy észrevettük, a BÉT időközben újraaktualizálja térségbeli kapcsolatait.

piaci helyzet

A függelékben összefoglalt tendenciák is mutatják, de köztudott, hogy külföldi mércével a BÉT természetesen kicsi. A nagy papírok közül is a Matávnak a Deutsche Telekom miatt, a Molnak pedig az állami intézkedésektől való függősége miatt a valós piaci kitettsége kisebb, mint ami a szektorukra máshol jellemző. A cégek legtöbbször nyugati intézményi befektetők szemmel befektetési kategória alatti, a szakmai befektető megjelenésének hátránya pedig az esetleges tőzsdei kivezetés. Ha tehát a nagy befektetőknek akarunk kedvezni, *a termékpalettát mindenképpen bővíteni kell*, melynek eszköze az egyesülés valamely formája, de azon belül kívánatosabb és megfontolandó a kicsit különlegesebb, esetleg kelet-európai termékekkel való bővülés. Másrészt, ha a nagy külföldiek fantáziáját kevésbé fogják is meg a kis cégek, ez önmagában nem baj: tőlük függetlenül, illetve *a külföldi követelmények kiszolgálásával párhuzamosan, a BÉT kimondottan felvállalhatná a kis és új cégek hatékony tőzsdéje szerepét*, melynek gazdasági szerepe igen kívánatos lenne (erről még lesz szó).

a BÉT fenyegetettsége a vezető nyugat-európai tőzsdék és saját tagjai részéről

Azt már igazoltuk, hogy a külföldi részvények jelentősége megnőtt és várhatóan a közeljövőben tovább fog nőni Magyarországon, amire a BÉT-nek reagálnia kell, ha ennek hasznából részesedni szeretne. A kérdés az, hogy milyen gyorsan kell cselekednie és hogyan. Megítélésünk szerint a BÉT-et jelenleg csak közvetve fenyegeti annak lehetősége, hogy jelenlegi tagjai olyan költséghatékony megoldást fognak találni külföldi részvényüzleteik megkötésére, amely a BÉT-et teljes egészében kihagyja ezen folyamatból. E megoldást ugyanis az adott külföldi tőzsdén való közvetlen kereskedési jog jelentené, melynek számos jogi, adminisztratív, személyi és technikai feltétele van:

1. az adott bróker cégnek meg kell szereznie az ún. Európa Útlevelet, mely a vezető magyar befektetési szolgáltatók esetén szinte kizárólag a felügyeleti együttműködési megállapodások meglététől függ. Tudomásunk szerint ez a megállapodás például a német és a magyar felügyelet között már létrejött
2. általánosan elfogadott vélemény szerint még a legnagyobb magyar befektetési szolgáltatók is túl kicsik ahhoz, hogy egy európai elszámolóházban közvetlen klíringtagságot szerezzenek. Ezt csak a nyugat-európai banki tulajdonosi háttérrel rendelkező szolgáltatók tudják megoldani. (Valamilyen elszámolási megállapodás megkötésére a BÉT által nyújtott szolgáltatás esetén is szükség lenne)
3. az adott piac kereskedési rendszerét használó üzletkötőknek, elszámolási munkatársaknak, a menedzsment egyes tagjainak le kell tenniük a megfelelő vizsgát. Ez azonban pár hónap leforgása alatt megoldható
4. a technikai feltételek biztosítása során jelentős ráfordítást okozhat újabb bérelt vonal vagy más kapcsolat létrehozása és fenntartása a több ezer kilométer távolságra fekvő tőzsdék irányában. Mivel a vezető nyugat-európai tőzsdék már kimondottan az ún. „remote-membership”-hez illeszkedő rugalmas csatlakozási lehetőségeket kínálnak, ezért a leendő tőzsdetag forgalmi várakozásának megfelelően választhat azok közül. Mind az Euronext, mind a Deutsche Börse költséghatékony megoldást kínál a – kezdetekben – kis forgalmat lebonyolító cégek számára, mint pl. a „Small activity package” a párizsiak, a „@Xetra” a Deutsche Börse esetében. Ez utóbbi megoldás lehetővé teszi, hogy a tőzsde és a tőzsdetag interneten keresztül kapcsolódjon egymáshoz, ahol a kapcsolat minősége elsősorban az internetszolgáltató tőzsdetag által történő kiválasztásától függ, melyen túl csupán a szolgáltatás setup-jának megrendelésére van szükség. Ez azért előnyös, mert bár a tőzsdetag által fizetendő tranzakciós díj (0,017%) csaknem háromszorosa a bérelt vonali megoldás díjának, azonban a havonta minimálisan fizetendő díj mindössze 1200 euró, szemben az egyéb megoldások 3000-10000 euró közötti havi minimumdíjával. Természetesen az ilyen olcsó megoldásnak az a következménye, hogy a sebesség érezhetően kisebb lesz, a felhasználói felület kevesebb funkcióval fog rendelkezni, és az adott tőzsde sem fog garanciát vállalni az internetes csatlakozás teljesítményére és rendelkezésre állására, de a kis forgalom lebonyolítására, amire egy magyar befektetési szolgáltató esetében számítani lehet, megfelel.

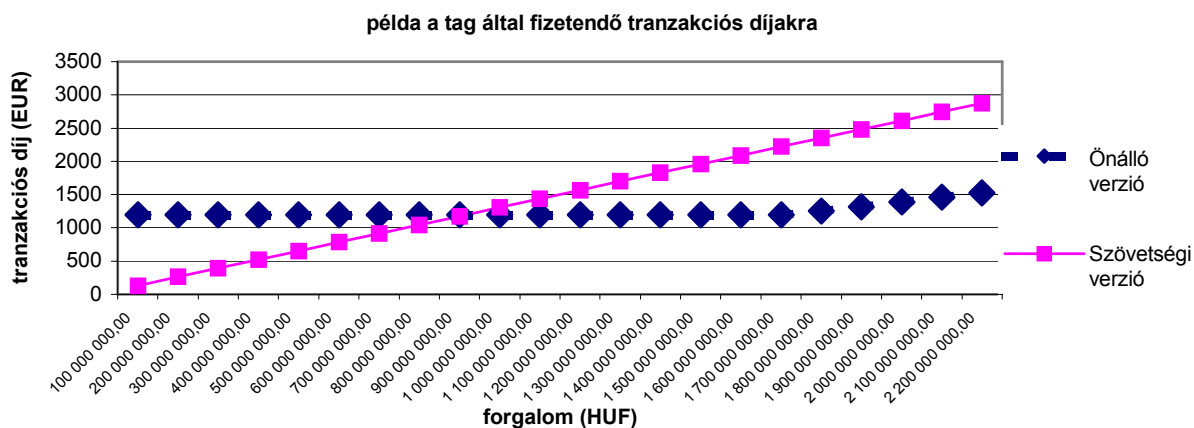
A személyes találkozókön szerzett tapasztalatok szerint, bár a magyar befektetési szolgáltatók tőzsdetagságára a feltételek tulajdonképpen adottak, arra még maguk a nyugati tőzsdék sincsenek igazán felkészülve: egyrészt a magyar bróker cégek sem jelezték még szándékukat, másrészt a tőzsdék sem látták meg a magyar bróker cégekben rejlő üzleti lehetőséget. A vezető tőzsdék megfelelő hozzáállásának hiányában nem beszélhetünk a BÉT közvetlen fenyegetettségéről, de ahogy azt már a Deutsche Börse-t ismertető pontban is kiemeltük, ennek megváltozása csupán idő kérdése: feltéve, hogy egy tagsági procedura lebonyolítása mintegy 3 hónap időtartamot vesz igénybe, várakozásunk szerint az első megkeresések 2002 I. félévében megtörténnek és egy éven belül az első bróker cég(ek) meg fogják szerezni az első tőzsdetagságokat e vezető piacokon.

egy létrehozandó tőzsdeszövetség egyik alapvető feltétele a tranzakciós díjak oldaláról

Bármilyen együttműködés mellett dönt a BÉT, a tranzakciós díj kérdése kritikus lesz. A tranzakciós díj „örök költség”, hiszen az együttműködés létrehozásának kiadásai egyszeri tételek. Ha a brókereket terhelő tranzakciós díjakat az átszervezés megnöveli, az önmagában is ellentmond a legfőbb argumentum, a költséghatékonyság elvének. Vizsgáljuk tehát meg, hogy milyen díjak merülnek fel akkor, ha az egyik tőzsdetag a másik tőzsdén köt ügyletet, illetve ez hogyan oszlik meg a tőzsdék között:

- a normál tranzakciós díjon történő osztozkodás (egyszeres díjterhelés)
- a tranzakciós díjnak mind a két tőzsde által történő felszámítása (kétszeres díjterhelés)
- és ezek kombinációja.

Ezek közül csak egyféle árazási stratégia, az egyszeres díjterhelés fogadható el.



Amennyiben ugyanis a magyar tőzsdetag a BÉT közreműködésével juttatja el a megbízásait az adott külföldi tőzsdére (ebből a szempontból mindegy, hogy az MMTS rendszert vagy magát a külföldi tőzsdei rendszert használja), nem célszerű az általa fizetett tőzsdei tranzakciós díjat a normál csatlakozás díjánál magasabban megállapítani. Minden esetben ugyanis, még a havi minimum díj hiánya esetén is viszonylag gyorsan elérhetik a brókercégek azt a forgalmi szintet, amely fölött már az önálló csatlakozás amúgy sem túl magas költségének és a havi minimum díjnak a vállalása még mindig kifizetődőbb, mint a BÉT rendszerének használata kétszeres tranzakciós díjak mellett. Feltéve, hogy a BÉT a „normál” tranzakciós díjat kérné a külföldi tőzsde tranzakciós díján felül havi minimum díj nélkül, a Deutsche Börse „@Xetra” alkalmazásával összehasonlítva havi 1 milliárd forint forgalomnál már valóban az önálló verzió választása a kifizetődőbb. (Ezt a forgalmi szintet a magyar részvényeknél még a forgalmi ranglista 26. helyezettje is elérte 2001-ben.)

Ennek alapján azt adott külföldi tőzsdével csak olyan megállapodás megkötését ajánljuk, amelyben az adott technikai megoldáshoz kapcsolódó normál tranzakciós díj felár nélkül kerül felszámításra a tőzsdetagok számára, így a BÉT és a külföldi tőzsde kizárólag a külföldi tőzsde díjbevételeét osztja meg. Minden más megoldás idővel és/vagy a forgalom növekedésével hatékonytalanná válik. Meggyőződésünk, hogy ilyen megállapodás megkötése lehetséges, mivel a BÉT a több mint 30 tagjának koncentrált megjelenését, és a teljes magyar befektetői kör közvetítését tudja felkínálni az adott vezető tőzsde számára, aminek kézzelfogható üzleti értéke van, így a díjmegosztás árazása egy esetleges versenyztetés kulcsfontosságú pontjává válhat.

a BÉT helyzetének összefoglalása

- az átalakulás ellentmondásai, a megfelelő partner bevonásának nehézségei
- a növekvő, BÉT-en kívüli külföldi papírforgalom
- piaci fenyegetettség: a tőzsdei forgalom továbbesése, ebből fakadó veszteséges működtetés
- tagi fenyegetettség: a tagok kiútkeresése megelőzheti a BÉT stratégiáját, vagy más irányt vesz, így többen elhagyhatják a tőzsdét. A szektor profittermelési képességének visszaesése eleve résztvevőcsökkenéshez vezet
- európai fenyegettség: a szövetségkeresés elhúzódása fokozza az eljelentéktelenedést, a régió felé való nyitásban pedig, ahogy arról majd lesz szó, ismét mások vehetik kézbe a kezdeményezést.

- **a Pozsonyi Értéktőzsde**¹⁸

A Pozsonyi Értéktőzsde részvénytársaság, tulajdonosai bankok és brókerek.

A régió legrosszabb piaci helyzettel rendelkező tőzsdéje. A kuponos privatizációval bevezetett mintegy nyolcszáz részvény likviditása nulla, az ezekből kiválogatott nyolc jegyzett részvény is elenyésző forgalmat produkál. Elemzéseikben nagyrészt a kuponos privatizációnak tudják be a tőkepiac zsákutcáját. Azt írják, egy IPO-nak a cég történetében mérföldkő szerepet, a „jó munka mércéjét” kell jelentenie, a szabályozásnak az idáig való eljutást kell elősegítenie, nem pedig ezt az eseményt magát előírnia. A kuponok hasznosítására létrejött számtalan alap szabályozása sem volt megfelelő, nem segítette elő a hatékony struktúrák kialakítását. A BSSE megalapítása óta egyetlen IPO sem történt a nyilvános piacon, tőkeemelésre is csak egy alkalommal került sor. Kivezetni pedig csak akkor lehet egy részvényt, ha ezzel a tulajdonosok száz százaléka egyetért. Mivel a tőzsde vezeti a részvénykönyvet, a tőzsdén kívüli telefonos kereskedelmet is be kell nekik jelenteni, amit egyszerűen hozzácsapnak a forgalmi statisztikáikhoz. A teljes forgalom 2%-a a valódi tőzsdei forgalom. Egyébként likvid egy éven túli állampapír piacuk van. Az illikviditás miatt hazai befektetők egyre inkább külföldi részvények iránt érdeklődnek. A külföldiek a részvényforgalom kevesebb mint egyharmadát generálják, a magánbefektetők arányát 18%-ra becsülik.

Szabályozásuk széttöredezett törvények sokasága, de már ennek felismeréséig legalább eljutottak, saját anyagaikban olvasható, mennyire várják a reformot. Egyébként mindig Magyarországhoz hasonlítják magukat, ami számukra a pozitív példát jelenti. Saját kereskedési rendszerük van, meg vannak vele elégedve, igaz, nincs is megterhelve. Származékos szoftvert is fejlesztettek már, de még nem indították el a kereskedést.

Jelentősnek mondható az RM System nevű tőzsdén kívüli forgalmat lebonyolító piac, mely a frissen módosított tőzsdetörvény kényszerére éppen most alakult át tőzsdévé, azaz Szlovákiának 2002 elején két értékpapírtőzsdéje van. Jövő év végéig ugyanezen törvény hatására megalakul az önálló elszámolóház, melynek funkcióit eddig részben a tőzsde, részben a nemzeti értéktár látta el, a nyugati normákhoz képest hatékonytalanul.

stratégia

A BSSE nem áll szorosabb kapcsolatban egyetlen másik tőzsdével sem. Nyitottak a kooperációra, egyelőre a marketinget tekintik a talán leghamarabban eredményt hozó összehangolható lépésnek, majd a cross-listinget tudnák elképzelni. Belső problémáikkal vannak elfoglalva. A prágaiakkal úgy tűnik, ellentétben, felismerik hátrányaikat, és hajlandóak lennének ezeket megoldani, de tehetetlenek érzik magukat. Tudják, hogy számukra egy stratégiai partnerség szinte teljes rendszerváltást is jelent, ugyanakkor még csak az aktív partnerkeresésig sem jutottak el. A velük folytatott beszélgetésből az szűrődik le, hogy a kezdeményezést mástól várják. A térség együttműködésének fejlesztését támogatják, állításuk szerint többször megkérdezték már tőlük, hogyhogya nem léptek már régen szövetségre a természetes partnerükkel – nyilván ez alatt a prágaiakat értik.

tanulságok

Elemzéseikben a hibafelismerésig már eljutottak, és a 2002-re eső törvényi és elszámolóházi átalakulás során nyilván igyekeznek hatékonyabbá tenni a struktúrákat.

Szerintünk jobban függenek a politikától mint bármelyik tőzsde a régióban, ennek pozitív oldalára építve viszont lenne értelme a regionális szövetség témáján kívül is a több szinten történő közelítésnek is, mert esetleg a szlovák partner számára is előnyös lenne a magyar know-how import szabályozási és piacfejlesztési téren is. Ugyanezt támasztja alá az OTP Bank szlovákiai akvizíciója folytán az az új célkitűzés, hogy banki és brókeri szolgáltatásokat is lehetne oda is exportálni, csakúgy, mint szabályozási, tőzsdei és elszámolóházi know-how-t. Például a KELER saját becslése szerint 1 millió dollárból ellátná őket insourcinggal, vagyis innen ki tudná szolgálni a teljes szlovák piacot.

¹⁸ ottlétünk alatt Hurajová igazgató asszonnyal és a management board több képviselőjével találkoztunk

- **a Prágai Értéktőzsde**¹⁹

A Prágai Értéktőzsde részvénytársaság, 57 tulajdonosa között főleg bankok és brókerek találhatóak, de vannak nem tőzsdetag tulajdonosai is. A helyzet sok mindenben hasonlít a szlovák tőzsdén tapasztaltakra, csak a PSE átesett közben egy reformon, melynek során többek közt kivezethették a feleslegesen otlévő papírokat. IPO azonban ezen a tőzsdén sem történt még, de azt mondták, hogy egy parlamenti bizottság dolgozik a feltételek megkönnyítésén, és több jelölt cég van már.

Hasonlóan Szlovákiához, számtalan törvény szabályozza a piacot, az egységes tőkepiaci törvényt 2003-ra tervezik.

E fejezetben nem térünk ki a piaci elemzésre, itt csak azért említjük meg a főbb adatokat, mert első pillantásra a térséggel ellentétes tendenciát mutatnak: forgalmuk 2001-ben az előző évhez képest több mint kétszeresére nőtt, most elmondásuk szerint a napi átlag 5 md cseh korona, ami 150m euró. Ez igaz, csak hogy ennek csupán egytizede a részvényforgalom, a többi a vállalati kötvénypiac ténylegesen jó teljesítménye. Az OTC volumen pedig, mely az Unyvic adatai szerint még mindig 20%-kal volt magasabb a tőzsdeinél, egy fokkal azért veszített a jelnetőségéből, mert 2000-ben még másfélszer annyi forgalom zajlott a tőzsdén kívül, mint az idén. Ezt a változást ők a szabályozási reformoknak tudják be.

Az azonnali rendszerük a francia kormánytól 1995-ben a ingyenesen kapott kereskedési szoftver²⁰ nyitott architektúrájú továbbfejlesztése, melyet tavaly sikerült több leesés után stabilizálni. A származékos kereskedés elindítását 2002-re tervezik, egy norvég szoftvercég rendszerét fejlesztettek ki e célra, mely nincs integrálva az azonnali rendszerbe. Az első termék a leglikvidebb részvényekből kialakított új index, a PDX lesz.

Az elszámolásuk rendkívül hatékonytalan, külön nemzeti értéktár működik, ahová a tőzsdei tulajdonú elszámolóház, az Unyvic csak instrukciókat adhat, a nemzeti bank pedig maga számolja el a rövid állampapírokat.

Itt is aktív az RM System, bár a módosított értékpapírtörvény értelmében mostantól nekik is alkalmazni kell a bevezetési követelményeket, melynek értelmében tömeges kivezetésekre kerül sor, így az RM System pedig ellehetetlenítődik; a lakosság hosszú sorokban áll az RM irodák előtt, hogy leadják eladási megbízásaikat. Ezen felül, Csehországban 6 árutőzsde található, ezek felügyelete a Belügyminisztériumhoz tartozik, a PSE-n egyáltalán szinte semmit nem tudnak e szervezetekről.

stratégia

A Prágai Értéktőzsde bízik a pénzügyminisztériummal kialakított jó kapcsolat lobbizó erejében, és abban, hogy a szabályozási reformcsomag növelni fogja a PSE jelentőségét egyrészt a vállalati finanszírozás tekintetében, másrészt a tőzsdék európai vetélkedésében. Ezr úr szerint a PSE a nyugati tőzsdék elsőszámú menyasszonyjelöltje, sok kérőjük fog akadni, de egyelőre minden titkos.

Arra a felvetésre viszont, amit mi számos külföldi befektetőtől hallottunk a prágai piaccal kapcsolatban, miszerint az nem transzparens, így nem szeretnek ott kereskedni, nem válaszoltak – szerintük ez félreértés. Egyébként is, amennyire ez egy beszélgetésből kiderülhet, a térség többi tőzsdéjéhez képest nagyon is meg vannak elégedve eddigi eredményeikkel. A kereskedelmi szemléletnek azonban egyelőre nyoma sincs. Ami pedig a transzparenciát illeti, szerintünk a tőzsdét szabályozó törvények is, és maguk a tőzsdei és elszámolási szabályzatok is nehezen áttekinthetőek, bár a kereskedési rendszerüket nem láttuk.

Felismerték a kibocsátókkal kapcsolatos eddigi stratégiájuk gyengeségeit, ma külön elemzőt foglalkoztatnak a potenciális cégek elemzésére.

¹⁹ a PSE színeiben Opletal és Ezr igazgatóhelyettes urak, az Unyvic részéről Vlková asszony tájékoztattak

²⁰ ezt a szoftvert a francia kormány anno a térség összes tőzsdéjének felajánlotta, tudomásunk szerint Varsóban is implementálták (csak ők közben lecserélték)

A regionális együttműködést ők mindig is támogatták, állítják, hogy pontosan és folyamatosan nyomon követik a fejleményeket, elemzik a lehetőségeket, ezért nem is hiszik, hogy bárki bármi újat tud mondani nekik e tekintetben. A lényegét valóban jól látják: tiltakoznának az ellen, ha bármely másik tőzsde rendszerére kellene átállniuk, de nem is várják el a régiótól, hogy az ő rendszerüket használják. Opletal úr leszögezte: az együttműködésnek csakis egy kereskedési platformon van értelme, melyen keresztül a térség akár egy nagyobb szövetségbe is becsatlakozhat.

tanulságok

A kötvénypiac működtetésének tekintetében előttünk járnak, elszámolásban, szabályozásban és szemléletmódban viszont hátrébb tartanak. Az együttműködés során Prágának valószínűleg csak olyan alternatíva jöhet szóba, melyben fontosságuk nem kérdőjeleződik meg.

• a Varsói Értéktőzsde²¹

A Varsói Értéktőzsde részvénytársaság, de 90%-ban állami tulajdonúak a részvényei. A privatizálása 2002-ben indul, erről egyelőre semmilyen részlet nem tudható. Jelenleg a részvények egyharmadát a WSE, egyharmadát a pénzügyminisztérium, a többit pedig a nemzeti bank tulajdonolja.

A 2000-ben indított WARSET kereskedési rendszer, melyet az Euronext egyik elődjétől, a párizsi tőzsdétől vettek, minden jelenlegi kritériumnak, és főleg a nyitott architektúra követelménynek megfelel – emiatt szavazták le a szintén „shortlist-el” MMTS-t. Ezáltal a WSE tagjai a párizsi tőzsde által kifejlesztett NSC alapú rendszerek Globex Alliance nevű, a világ számos pontját felölelő összeköttetésnek is a tagjaivá válhatnak. Az opciós kereskedés bevezetése jövőre várható, viszont vannak már warrantok.

Az elszámolóháznak vannak regionális ambíciói. Elégedettek informatikai rendszerükkel, melyet egy kanadai cég fog a jövőben házon belül teljesen integrálni. Hátrányuk a drágaság, de már kitűzték a díjcsökkentést, továbbá nem rendelkeznek még opciós elszámolási rendszerrel. A short selling helyzete ugyanaz, mint a BÉT-en, a rendszer áll, de a piaci szereplők nem használják, egyelőre viszont nem látják az ebben rejlő hatalmas korlátokat.

Az értékpapírfelügyelet folyamatosan dolgozik a lengyel kormány által jóváhagyott „Az Európai Unió tagsági követelményeinek bevezetése” című anyagon, melynek célja a pénzügyi törvények adaptációja az EU direktíváknak való megfelelésnek (kibocsátási prospektusok kölcsönös elfogadása, kétoldalú egyetértési megállapodások (MoU, Memorandum of Understanding) kidolgozása, a befektetési intézmények és az elismert értékpapírpiacok egységes európai útlevelének bevezetése valamint a befektetési szolgáltatók részvétele a befektetővédelmi programban).

A folyamatosan megújított árfolyamnyereségadó-mentesség jelenleg 2003-ig garantált. A lengyel nyugdíjalapok előtt becslésük szerint még 15 év növekedés áll, ezek jelenleg egyébként eszközök 5%-át rakhatják külföldi papírokba.

stratégia

Az új lengyel kormánynak még jelentős privatizációs tartalékai vannak, de a tőzsde nem óhajtja erre alapozni a jövőjét. A varsói tőzsdén felismerték, hogy az eddigi dicsfény kihúnyóban van, és immáron aktívan kell alakítaniuk sorsukat. Hangsúlyozzák: pontosan úgy, ahogy Varsóban egy nemzetközi cégnek sincs székhelye, így a tőzsdének sem lesz soha az a súlya, mint pl. Brüsszelnek. Tudják, hogy az európai konszolidációs folyamatokat corporate finance okok magyarázzák elsősorban, és az előremenekülés és a további piacvesztéstől való félelem a döntéshozatal egyik meghatározó mozgatórugója. De regionális központra való törekvésük érthető és nehezen kiküszöbölhető.

²¹ a WSE-n tett egynapos látogatásunk során Rozlucki úrral, a WSE elnökével, az egyik elnökhelyettesével, és a stratégiai tervezés vezetőjével beszélgettünk több órán át a helyzetről és lehetőségekről. Pustola asszonynál, az elszámolóház elnöknőjénél és egyik helyettesénél az intézmény fejlettségéről és nézeteiről tájékozódunk, míg Kachniewski úr, a lengyel értékpapírfelügyelet vezetője véleményéről tájékoztatott minket. (A helyzetnek az volt a pikantériája, hogy a látogatásunkat két nappal megelőző budapesti tőzsdetagi fórumon az egyik tőzsdetanács-tag kifejtette, hogy Varsó nem hajlandó érdemben tárgyalni – minket a legmagasabb szinten fogadtak)

A jelenleg még állami tulajdonú részvénytársaság privatizációja 2002-ben indul, melyet meg fog előzni egy előprivatizációs tanulmány. Pontosan érzik, hogy a „puding próbája az evés” elve érvényes a tőzsde saját részvényeinek nyilvános kibocsátására is, ezért nagyon is óvatosan fogalmazznak, de annyi nyilvánvalóvá vált, hogy akár pár héten belül is bejelenthetnek valami fontosat. Rozlucki úrnak mindig is jó kapcsolata volt a pénzügyminisztériumával, így a helyzet összetettsége és az európai módon megrendezendő privatizációs folyamat ellenére szinte eldöntöttnek érezzük a kérdést: a francia kapcsolatot folytatják. A WSE stratégiáinak nincsen ellenérve az Euronext modellel szemben, bár nem látják a kérdést elfogulatlanul. Nem egészen egy százalékos tulajdonrészük van is már az Euronext-ben, melyet kifejezetten stratégiai céllal szereztek meg. A Boston Consultinggal íratott tanulmányban ki is mondják, hogy az Euronext-tel cross membership-et lehetővé kell tenni. Korábbi, az előprivatizációs szélcsendet megelőző nyilatkozatukban olvasható is a Párizs felé irányuló egyébként is hagyományos törekvés. Megkockáztatjuk azt a jóslatot, hogy a WSE részvényeit Párizsban is be fogják vezetni.

Mindezek ellenére, Rozlucki úr a befektetés-megőrzésre alapuló visszatartó stratégiát nem helyezi előtérbe. Ha a jövőbeli stratégiai partner rendszercserét kíván, akkor az lesz (de nem hisszük, hogy ennek megvalósulásától tartanak). Preferenciáik között szerepel továbbá az Internet-alapú egyedi felhasználói rendszer kiépítése is. A litván tőzsdével nemrég kötött együttműködési szándéknyilatkozat szintén logikus, történelmi hagyományokon alapuló lépés, egyelőre sok konkrétum nem történt az együttműködés terén, és nem is sokat árulnak el a terveikről.

A közép-európai tőzsdéképet szép és jó ötlenek tartják, hiszik, hogy számos lehetőséget tartalmaz, csak éppen rendkívül nehéznek, költségesnek és időigényesnek tartják a megvalósítást, ami eleve megkérdőjelezi a projektet, főleg, ha az nem végcél. Bécs vezetését kizáró oknak látják, részvételét el tudják fogadni. Rozlucki szerint bármely egyesülésre igaz, hogy négy funkciót tud a helyi tőzsde egyértelműen jobban ellátni: piacfelügyelet, bevezetési procedurák és társasági törvényalkotás, valamint a befektetők képzése. Ugyan az EU szabályozás iránya az első hármat központosítani kívánja, de csak alapjaiban: a részletek kidolgozása és betartatása a helyiek feladata lesz mindig is.

A lengyel felügyelet szerint a társasági törvények különbözőségét nehéz lenne megoldani, de felügyeleti szempontból ennek nincsen akadálya.

Az elszámolóház hozzáállásával kapcsolatban kiemelendő azonban, hogy párhuzamosan a magyar elszámolóház vezetőjének meglátásával, ők a számlavezetés oldaláról jelentős nyomást éreznek a régióban befektetőket kezelő nagy klienseik részéről az egész régióhoz egy hozzáférési ponton át történő hozzáférés irányában, mely okból egy kívánatos mértékű konszolidáció megkezdődhetne.

tanulságok

Az elmúlt tíz évben a lengyelektől a hazai befektetői bázisra való tudatos építést kellett volna megtanulni, melynek segítségével jóval kevésbé érinti őket a nemzetközi tőzsdei vizek szeszélyessége. Továbbá, ha a BÉT a stratégiai partnerkeresés fontosságát akkor felismeri, mint a lengyelek, esetleg még mindig előbbre tartanánk. Most a corporate governance kultúra, a részvénytulajdonosok érdekérvényesítésének elterjesztésén fáradoznak azért, hogy a kritikus közkezhányad-csökkenés megelőzését elő tudják segíteni – ennek felismerésében is előbbre tartanak nálunk. Az erős vezetés kontinuitását a Nyugat úgy ismeri el, hogy a WSE-t az egyik legjobb részvénytársasági operátornak tartják.

Legfőbb erősségüknek a kereskedelmi-szolgáltató víziójukat látjuk. Rozluckiék tudják: az elefántcsonttorony a múlté, a tőzsde áruját ma már ugyanúgy a polcon árulják a globális áruházban. Amennyiben egy felépítendő projektben a lengyeleknek is a látóterébe kerül egy olyan mézesmadzag, mellyel a pudingfogyasztást megreklámozhatják, akkor készek az együttműködésre. 'There must be a concrete suggestion' – mondja Rozlucki – 'then we are as much ready to co-operate as the other exchanges in the region'²².

²²magyarul: konkrét javaslatot kérünk, világos célmeghatározással. Ez esetben nyitottak vagyunk az együttműködésre, pontosan annyira, mint bármely másik tőzsde a régióban.

Az összes céljuknak megfelel ez a megfogalmazás. Hozzátette: a jövőbeli részvényeseinek hozzáadott értéket jelentene egy kelet-európai platformban való részvétel.

Mindhárom említett vezető egyértelmű üzenete e tanulmány számára, hogy eléggé unják azonban azokat az e témában már sokszor kezdeményezett baráti beszélgetéseket, melyekből aztán nem sült ki semmi, így azon felül, hogy persze hogy érdemes körbejárni a témát, a projekt kezdeti fázisa is csak akkor fog valamit a konyhára hozni, ha konkrét javaslatot tudunk kidolgozni és utána elfogadtani. Ezekkel a feltételekkel nyitottak az együttműködésre.

Mivel a pénzügyminisztérium a fő tulajdonos, fontos lenne véleményük pontosabb megismerése – e tanulmány, e fázis keretein belül ez nem volt megoldható. Fontos lenne azt is felmérni, hogy a folytatódó lengyel privatizációból előreláthatólag mennyire fog a tőzsde profitálni. A probléma, hogy nehéz számukra megtalálni a mézesmadzagot – kivéve, ha a 2. fejezetben foglaltakat ők is felismerik. Úgy érezzük azonban, hogy a kiútkeresés minden fejlődőképes ágán készek próbálkozni. Kissé félnek, hogy az Euronext akvizíciós lendülete pont az ő privatizációjuk idejére megcsappanhat, amit esetleg az új kormány miatti kivárás is alátámaszthat. Ezért mégsem annyira biztosak a dolgukban, megfelelő stratégia esetén hajlandóak az „oszd meg és uralkodj-ra”.

- **a Ljubljana Értéktőzsde**

A ljubljana tőzsde zárt részvénytársaság, tulajdonosai a brókerek és a bankok. A LJSE Pozsony mellett az öt régióbeli tőzsde hátsó sorába tartozik, annak ellenére, hogy tulajdonképpen ez volt az első hivatalosan megnyílt tőzsde. Ez év nyaráig azonban nagyon restriktív volt a devizasabályozás, külföldi tőkeimportot egyáltalán nem engedtek meg, ezért a külföldiek most a forgalom mindössze 1.5%-át, a részvénytulajdonok a kapitalizáció 8%-át teszi csak ki. A korlátok feloldása után egyre nő azonban az érdeklődés, ráadásul a régióhoz képest nagyon elkésett privatizációtól is várnak részvényeket. Rendszerüket, mely nyitott architektúrájú, már négy ex-jugoszláv tőzsdének eladták, és ezt szeretnék folytatni. Kilátásaik tehát egy fokkal jobbak mint a BÉT-é, paramétereik azonban nem. A legnagyobb jegyzett vállalat kapitalizációja fél milliárd euró.

stratégia

Az ügyvezető igazgató, Veselinovic úr már többször kezdeményezte a régió együttműködésének felerősítését, de azt mondja, tavaly Varsóban a lengyelek ebből nem kértek. Úgy gondolja, ez egy lehetséges fejlődési út, amit legalábbis igen alaposan ki kell vizsgálni. Azonban számításai szerint az öt tőzsde együttes kapitalizációja nem érné el a Monetáris Unió kapitalizációjának egy százalékát, a teljes Európai Unióban pedig mindössze fél százalékos lenne az össz súly, ez pedig azt jelenti, hogy nem igazán érdemes ez irányban próbálkozni. De az ő meglátása az, hogy nem ez a fő probléma, hiszen ezek a piacok külön-külön biztos nem képesek többre mint együtt, sőt: ő is abban látja a probléma lényegét, hogy egy ilyen projekthez egy hajtóerő kell: ha ezt nem vállalja be teljes mellszélességgel az egyik tőzsde, akkor a kudarcot borítékolni lehet. Természetesen meg van elégedve a saját rendszerével, de Veselinovic úr a kelet-európai együttműködés fő akadályát pont a kereskedési rendszerekhez való ragaszkodásban látja. Szerinte az ő tőzsdéjét meg lehet győzni a váltásról, egyébként az ő rendszerük is új; a BTS-t 1999-ben vezették be. A LJSE távlati célkitűzése ugyanúgy az európai szövetség.

Az ügyvezető igazgató szerint a jogi harmonizáció, ami nagyrészt úgyis determinált az EU által, csak döntés kérdése.

összefoglalva

nyitott gondolkodású tőzsde, számtalanszor hangsúlyozták, mennyire egyetértenek a kezdeményezéssel, és mennyire szeretnék, ha a regionális együttműködésből materializálni lehetne a tartalékokat. Úgy gondolják, ennek kulcsa egy számokon nyugvó, de attól elrugaszkodni is tudó vízió és az azt komolyan vevő projektmanagement.

áttekintés

Az előző pontban áttekintett tőzsdék főbb stratégiai problémáit a következőképpen lehet összefoglalni.

	BSSE	LJSE	PSE	BÉT	WSE
meglévő nyugati partner	-	-	-	- *	- **
k-k-eu-i nyitottság (1-5)	3	5	2	3/4	4
tv-i korlát a tőzsdei tulajdonhányadra ²³	+	+	n.a.	+	+
saját rendszer /nyitott architektúra	+/n.a	+/+	+/+	+/-	+/+
várható IPO	-	+	-	-	+
várható kivezetések	'	+	+	+	+
fejlett elszámolás	-	-/+	-	+	+
tőzsdeprivatizálás 2002-ben	-	-	-	+	+
FIVB, FESE, CEESDA tag, LSE e.m. ²⁴	+/+/+/+	+/+/+/+	+/+/+/+	+/+/+/-	+/+/+/+

* erős szimpátia az Euronext-tel

' csak a szabályozás miatt nincs

Az öt tőzsdére kiterjeszthető általános stratégiai problémák, melyek az együttműködés akadályát képezik (ezen jellemzők persze helyről-helyre változnak, hol jobban, hol kevésbé érvényesülnek, ezt nem kívánjuk mátrixba helyezve pontosítani)

- kereskedelmi szemlélet hiánya
- befektetés-megőrzési stratégia
- saját rendszerhez való ragaszkodás
- tulajdonosi hajtóerő hiánya: gyenge vízió és az előremenekülési stratégia erőtlensége
- az érdekképviselő leginkább a management érdekeket tartja szem előtt nemcsak a tulajdonosi, de a tagi és piaci érdekek háttérbe szorulása mellett.

E gyengeségeket természetesen a gyengülő piaci helyzet felerősíti és kidomborítja:

- csökkenő forgalom
- alacsony és csökkenő közkézhányad
- az alacsony árak és az alacsony közkézhányad miatt növekszik a felvásárlások száma
- minek következtében gyakoribbá válnak a kivezetések.

Mielőtt azonban további következtetéseket levonnánk, vagy bármiféle javaslatot tennénk, figyelembe kell vennünk a piaci szereplők véleményét, valamint a tőzsdéket pénzügyi görcső alá kell vennünk.

²³ a régió szabályozottsága sok tekintetben eltérő, így ez a korlát is különböző, de ennek részleteivel és következményeivel, mint semmilyen jogi aspektussal, az anyagban a terjedelem miatt nem foglalkozunk

²⁴ FIVB: Értéktőzsdék Nemzetközi Szövetsége levelező tagság, FESE: Értéktőzsdék Európai Szövetsége tagság, CEESDA: Közép- és Kelet Európai Értéktárak és Elszámolóházak Szövetsége tagság, LSE: a Londoni Értéktőzsde által felajánlott együttműködési megállapodás aláírója

3. szín: a fő kérdés, a kibocsátók és a befektetők

A tanulmány készítése alatt igyekeztünk megismerni a piaci szereplők reprezentáns képviselőinek véleményét arra vonatkozólag, hogy egy egységesebb kelet-európai tőkepiacot, pontosabban tőzsdét szívesebben látnának-e, mint a jelenlegi állapotot. A tőzsdék, elszámolóházak véleményéről már szó volt. Mivel a tőzsde legfontosabb jellemzője a likviditás, mely jó vállalatok és nagyszámú befektető jelenlétéből fakadhat, bármilyen tőzsdefejlesztés célcsoportja a befektető és a kibocsátó kell, hogy legyen. A tőzsdetagoknak – tulajdonosoknak pedig érdekében kell állnia, hogy az adott tőzsdén kereskedjenek, valamint, hogy tőzsdei tulajdonrészbe való befektetésük legalábbis értékálló legyen.

A befektetőktől azt kérdeztük, hogy ha egységesebb lenne ez a térség, több pénzzel jönnének-e ide, a kibocsátóktól pedig azt, hogy egy nagyobb piacon való listázástól mit várnának. A jövőbeli tőzsdetulajdonosoknak azt a kérdést tettük fel, mennyire támogatnák a tőzsde kelet-európai szövetségi terveit, részvényei szerintük többet érnének-e ha egy ilyen szövetség megvalósul.

A kérdésseltevés logikus része egy ilyen tanulmánynak, de e körtől, hiába szól róluk a történet, nem várhatunk túl részletes, útmutató választ; ráadásul nem volt mód igazán átfogó véleménykutatást végezni. Ehhez képest azonban számos érdemi információt tudtunk meg.

▪ brókerek

A BÉT tagjai természetesen megérzik a piac jelenlegi szűkülését, jövedelmezőségük, reputációjuk drasztikus csökkenését. A kereskedők akkor támogatnák a kelet-európai szövetséget, ha az új termékeket a jelenlegi platformon keresztül tudnák elérni, és ez költségnövekedést semmiképpen nem jelentene. Hozzáteszük, hogy sokan nincsenek tisztában a nyitott és zárt interface-re alapuló szoftverek különbségeivel. Ha az adott kereskedési rendszerhez való ragaszkodás mértéke különböző is, az *egységes platform* minden esetben előtérbe került. A külföldi brókerek (tehát nem az alapkezelők, hanem azok megbízottjai) ugyanezt említették, bár ha ezen külföldinek a saját képernyőjükön keresztüli hozzáférést kapnának, és nem a BÉT brókerén keresztül kötnének, az főleg a nem-tulajdonos kereskedők közvetlen kárára menne. Ha azonban a tőzsde nem fuzionál, akkor rajta közvetlenül csakis saját tagja köthet, azaz a külföldinek a hozzáféréshez előbb Pesten kell tőzsdetagságot szereznie. Ennek feltételeit viszont itthonról lehet kialakítani;

Egy-két bróker azt is mondta, hogy a magyar befektetési szolgáltató előtt megnyílik az út, hogy szolgáltatásait és know howját exportálhassa.

A tőzsdetulajdonos bróker hosszabb távú érdeke az, hogy a tőzsdei forgalom növekedjen, tehát jobban el tudja fogadni, ha a külföldi bróker saját képernyőn keresztül ugyan, de többet köt. A külföldiek közül többen állították, hogy az „easy access” legalábbis több számlás forgalmat indukálna, ami a nagybefektetők belépését elő fogja segíteni. *A több információ kívülről jövő, illetve belső forgalomgeneráló hatását mindenki kiemelte.*

▪ nagy alapkezelők

Vizsgálódásunk során számos hazai és külföldi vagyongazdálkodót kérdeztünk meg. Ennek során derült fény arra a tényre is, hogy több, a legjelentősebbek közé sorolt magyar alap is igen aktív a térségben, és forgalmát a jövőben megsokszorozni kívánja. Válaszuk a kérdésre szinte egyöntetű: nekik a befektetési szabályozási környezet összehangolása lenne nagyon fontos, ami viszont csak hosszabb távon valósítható meg, hiszen az több ízben törvénymódosítást is igényel. Úgy, ahogy a Tőzsdefejlesztési bizottság is kimondta, a külföldiek első helyen említik meg a kisebbségi tulajdonosok védelmét: kiderült, hogy számos esetben tántorítja el őket a kötelező ajánlattétel illetve a kényszereladási szabály a piacra való belépésben. A konkrétumoktól eltekintve, az *európai harmonizációhoz való felzárkózást* a térség legjelentősebb szereplői az első helyen említik. A magyar résztvevők szerint a folyamatos információáramlás hatására megnövekedne a régióon belüli forgalom, a külföldek nagy része szerint előnyös, kisebb részüknek pedig semleges lenne az egységesebbé válás.

Az is többször elhangzott, hogy *a térségnek most már végre valamit tennie kell, ami hosszú távon is figyelemfelkeltő* hatású. Egy német alapkezelő egyenesen azt állította, hogy a kelet-európai tőzsdéknek úgy kell egyesülnie, hogy nem csatlakoznak be sem Párizs sem Frankfurt alá, viszont a Xetra-n keresztül teszik magukat elérhetővé, így a forgalom továbbra a pesti ill. varsói stb tőzsdéé maradna:

▪ **magánbefektetők**

A lengyel brókerszövetség képviselője szerint alig érezhető a lengyel magánbefektetők részéről a térség részvényi iránti érdeklődés: ugyanúgy, mint itthon, egy lengyel is hamarabb vesz amerikai papírt mint csehek vagy magyart. De mind a csehek, mind a lengyelek kiemelik az IPO-éhséget a befektetők oldaláról, a cseh bróker is, *ha az infrastruktúrája meglenne hozzá, sikeresen tudna térségbeli kibocsátásokban forgalmazóként is részt venni.*

▪ **kibocsátók**

Köztudott, hogy a térségben kevés az a kibocsátó, mely valóban tőkebevonás miatt jött a tőzsdére. Ha meg akarjuk állapítani, mely cégek tartoznak ebbe a kategóriába, azt egy jelzőszám szinte biztosan elárulja: a közkézhányad (a BÉT-re bevezetett társaságok e szempontú elemzését a függelék tartalmazza). A teljes piac fejlettségét, hatékonyságát is lemérhetjük az átlagos közkézhányaddal. Ebből kifolyólag a nyugati tőzsdéken ez az arány a régióhoz viszonyítva jóval magasabb. *Ha sikerülne a térségben jól működő tőzsdéket vagy egy tőzsdeszövetséget létrehozni, annak a fokmérője lehetne az átlagos közkézhányad-növekedés.* Ennek elősegítése a gazdaságpolitikai döntéshozókra is feladatot ró (erről még lesz szó).

A magyar kibocsátók közül négy nyilvánított véleményét a térségi koncepcióval kapcsolatban. Az egyik társaság, mely nyíltan bevallja, hogy ugyanem fog kivonulni a tőzsdéről, jelenléte számára nem fontos, még a részvény ára sem érdekli. Elhangzott, hogy Amerikán kívül szinte felesleges tőzsdét csinálni. Ha mégis, akkor a köztes lépéseknek nincsen értelme, csakis nagyléptékű stratégiát szabad megvalósítani, a többi elvesztegetett energia: ha a bolt nem megy, a redőnyt le kell húzni. A négy társaság közül a legnagyobb és a legkisebb kapitalizációjúnak (mindkettőnek magas a közkézhányada) egybehangzó a véleménye: *a térségbeli piacnövekedés a kibocsátónak növekedési lehetőséget jelent*, mert a jelenlegi alulárazottságban a tőzsde mérete is szerepet játszik, mivel az determinálja a szereplők számát. Az árfolyam esetleges emelkedésével (ami például, ahogy írtuk, Belgiumban be is következett) újabb tőkebevonásra is sor kerülhetne, mely hiányában jelenleg nem tud megfelelően növekedni. Egy másik gyár, mely rendszeresen látogatja befektetőit, eddig a régióban befektető alapokat látogatta, de figyelme a nemzetközi tendenciáknak megfelelő szektorális gondolkodás előtérbe kerülésével²⁵ egyre inkább az „országhatármentes” szektorális alapok felé fordul. Ezért úgy gondolja, hogy a térség egyesülése révén *a térség ipari szektorai egységesebb kezelésük természetessé válna*; például indexálni lehetne ezeket, mely közgazdasági és marketing előnnyel is járna.

▪ **tőzsdetulajdonosok**

A tőzsdetulajdonosoknak, azaz a tőzsdébe befektetőknek, mint minden befektetőnek, a várható osztalék, és részvényük értékének jövőbeli növekedése és eladhatósága a fontos, ha azon belül az időtáv és az elvárt hozam jelentősen differenciálódik is: vagyis, közkeletű angolsággal, nekik is exit scenario kell. E szemlélet a megkérdezett tőzsdetagoknál nem érvényesül maradéktalanul (a tőzsdét nehéz egyelőre mint szolgáltatócéget elképzelni), de véleményünk szerint ez csak erősödni fog. Ahogy már több helyen kiemeltük, a tőzsdetulajdonos bróker a magasabb vállalati árbevétel érdekében esetleg hamarabb lemond kereskedői érdekeiről, elősegítve ezzel a tőzsdevállalatnál a hosszútávú stratégiai gondolkodás gyakorlatba való átültetését. Ami szinte mindenhol elhangzott, ha nem is ért egyet konkrétan a közép-kelet európai térségi koncepcióval: a tőzsde piacainak, vagy magának a társaságnak a méretnövekedésében a részvények értéke szintén emelkedni fog.

²⁵ lásd JDLV

4. szín: új termékek és marketing

Egy egységes kelet-európai tőzsde olyan új, térségbeli termékek bevezetésén gondolkozhat el, amiket saját maga eddig nem kínálhatott: kitalálhat szektorális indexeket, kiadhat új elemzéseket, kiadványokat stb. Természetesen erre a projektre is érvényes az a megállapítás, hogy ami nem megy magától, az nem is fog, akármit teszünk. Az argumentumrendszerből látszik, hogy a kérdés nem ennyire egyértelmű, meggyőződésünk azonban az, hogy a labilis helyzetet stratégiával egyértelművé lehet tenni, megfelelő marketinggel pedig meg lehet alapozni a sikert is. Ezt a Deutsche Börse-n bevezetett Eurostoxx határidős ügylet sikere is mutatja: bevezetésekor ugyanez a kontraktus már létezett Párizsban, a DB erre egyéves ingyenes kereskedést biztosított a termékben, és mára ez a tőzsde tudhatja magáénak ezt a sikeres terméket.

Az elmúlt tíz év még kevés volt ahhoz, hogy a nem szerves fejlődés során létrejövő tőzsdék valóban utolérjék a Nyugatot, majd lépést is tartsanak vele. Az elmúlt egy évben azonban az is kiderült, hogy a lépéstartás saját befektetőikkel és vállalataikkal sem sikerül. E helyzet önmagában is radikálisabb változtatásokat igényel, a tőzsdék helyzete pedig szintén új stratégiát követel meg. Az ilyen állapotban elindított átfogóbb változtatásoknak persze különösen nagy kockázata van, de a lépésről-lépésre haladó, egyébként helyes irányzat a tőzsdetagok, kibocsátók és befektetők fő viszonyítási alapjához, a Nyugathoz képest csak nagyobb elmaradást okoz. Merész és új stratégiát valós tulajdonosi hajtóerővel megtámasztott modern management nélkül viszont, ha nem is lehetetlen, de nehéz megvalósítani.

3. felvonás: számok tánca

melyben a bárki számára elérhető tőzsdei eredménykimutatások és mérlegek összehasonlítását tesszük meg, eleget téve azon célkitűzésünknek, hogy a tőzsdék mint cégek vállalati pénzügyi elemzését is elvégezzük. Meglepő következtetésekre jutunk²⁶

1. szín: M&A argumentumok

a kelet-európai tőzsdék eredménykimutatásainak fontosabb tételei 2000-ben (eltérő jelzés hiányában millió euró)

	Varsó	Bécs	Prága	Budapest	Ljubljana	Pozsony	összesen	Frankfurt*
nettó árbevétel	36,2	19,3	7,9	7,7	2,9	1,3	75,3	829
személyi jellegű ráfordítások	10,2	6,3	1,6	2,8	1,2	0,6	22,7	105
személyi jell ráfordít/árbevétel	28%	33%	21%	36%	41%	44%	30%	13%
operatív profit	12,3	2,8	2,0	0,7	0,4	-0,1	18,2	226
operatív profit hányad	34%	15%	25%	10%	15%	-5%	24%	27%
adózott eredmény	13,8	1,1	1,4	1,2	0,2	0,0	17,7	221

a kelet-európai tőzsdék fontosabb pénzügyi mutatói 2000-ben

	Varsó	Bécs	Prága	Budapest	Ljubljana*	Pozsony	összesen	Frankfurt*
egy főre jutó árbevétel	181 137	218 804	227 060	128 537	n.a.	35 401	n.a.	828 202
egy főre jutó szem jell ráfordít	51 107	71 578	47 020	46 219	n.a.	15 448	n.a.	104 931
egy főre jutó operatív profit	61 351	32 281	56 227	12 249	n.a.	-1 844	n.a.	225 943

*Ljubljana árbevételének összetevőit a személyes találkozás hiányában nem sikerült megtudnunk

a kelet-európai tőzsdék mérlegeinek fontosabb tételei 2000-ben

	Varsó	Bécs	Prága	Budapest	Ljubljana	Pozsony	összesen	Frankfurt*
mérlegfőösszeg	99,5	32,3	16,4	11,3	3,9	4,5	167,9	922,7
nettó forgótőke összege	27,5	19,1	1,0	2,8	0,4	2,2	53,0	69
nettó forgótőke/össz eszköz	28%	59%	6%	25%	10%	49%	32%	8%
saját tőke	85,6	26,9	13,1	9,4	2,9	4,1	141,9	419,8
saját tőke/összes eszköz	86%	83%	80%	83%	74%	90%	85%	45%
hosszú lejár kötelezettségek	1,9	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	2,4	124,5
h.l kötelezett./össz. eszköz	2%	0%	3%	0%	0%	0%	1%	13%

a kelet-európai tőzsdék eszköz- és saját tőke-arányos megtérülése 2000-ben

	Varsó	Bécs	Prága	Budapest	Ljubljana	Pozsony	összesen	Frankfurt
EBITOE*	14%	11%	15%	8%	16%	-2%	13%	54%
EBITOA**	12%	9%	12%	7%	11%	-2%	11%	25%

* saját tőke-arányos operatív profit ** eszköz-arányos operatív profit

forrás: a tőzsdék éves jelentései

A következőkben a fenti, nyilvánosságra hozott pénzügyi kimutatások alapján végzünk el néhány olyan összevetést, melyet munkánk szempontjából relevánsnak tartunk. E tanulmány 2001 év végén készül, és bármilyen kíváncsi is lenne a folyó évet is elemezni, ilyen adatok nem állnak rendelkezésre; a piaci folyamatok ismeretében azonban úgy gondoljuk, helyes következtetésekre jutunk a 2000. évi adatokból is.

Az összehasonlításba az érdekesség és a többször vitatott partnerség miatt Bécsset is belevettük.

²⁶ a szerzők tudomása szerint átfogóbb elemzés e szempontból még eddig nem készült

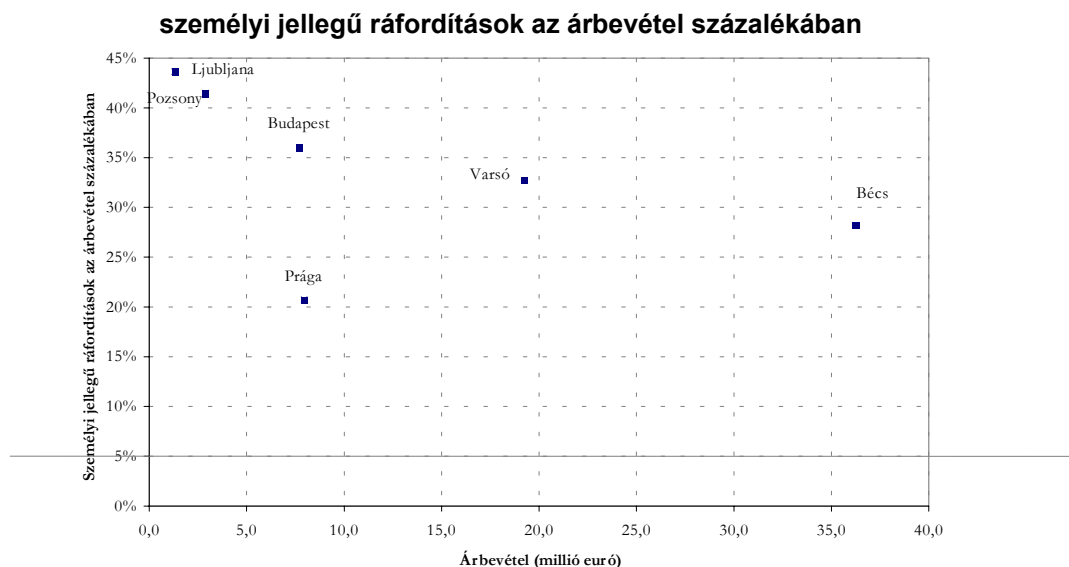
- **árbevétel**

A fenti táblázat tanúsága szerint 2000-ben a varsói tőzsde érte el a legmagasabb, 36 millió eurós árbevételt a kelet-európai tőzsdék közül, közel annyit, amennyit az összes többi tőzsde együttvéve. Bécs a maga 19 millió eurós árbevételével a második helyre szorult, s őt követte sorrendben Prága és Budapest 8-8 millió euró, Ljubljana 3 millió euró és Pozsony 1 millió euró árbevétellel. A forgalmi adatok tükrében meghökkentő, hogy Varsó árbevétele ilyen nagy mértékben meghaladja a régió többi tőzsdéjének árbevételét. Budapest árbevételét például Varsó 300%-kal múlja felül, miközben a varsói részvény ill. derivatív forgalom csak kétszerese volt a budapestinek 2000-ben, sőt a kötvényforgalom a budapestinek az egynegyedét sem érte el. Ennek hátterében az áll, hogy a varsói tőzsdei jutalékok mértéke jelentősen meghaladja nemcsak a budapestit, de a prágait, a pozsonyit és a bécsit is. Úgy véljük, hogy ez már rövid távon sem fenntartható, s ezt Varsóban is megerősítették (az elmúlt év során hét alkalommal került sor díjcsökkentésre).

- **működési költségek**

A kelet-európai tőzsdék személyi jellegű ráfordításainak összege eléri az árbevétel 20-45%-át. A méretgazdaságosság elve szerint azonban a magasabb árbevételhez alacsonyabb személyi jellegű ráfordításnak kell társulnia. A helyzetet szemlélteti az alábbi grafikon.

árbevétel-arányos személyi jellegű költségek és az árbevétel viszonya 2000-ben



A fenti grafikon alapján szembejön, hogy Budapest és Prága között a legjelentősebb az eltérés az árbevétel-arányos személyi jellegű ráfordítások terén. Gyakorlatilag azonos árbevétel mellett ugyanis Budapesten közel kétszer annyi személyi jellegű ráfordítás merül fel, mint Prágában.

A kelet-európai tőzsdéken a méretgazdaságosság hiányát a legjobban a Deutsche Börsével való összevetés mutatja meg. Míg a Deutsche Börse konszolidált árbevétele a kelet-európai tőzsdék összes árbevételének a tízszeresét is meghaladja, a személyi jellegű ráfordítások csupán az árbevétel 13%-át teszik ki.

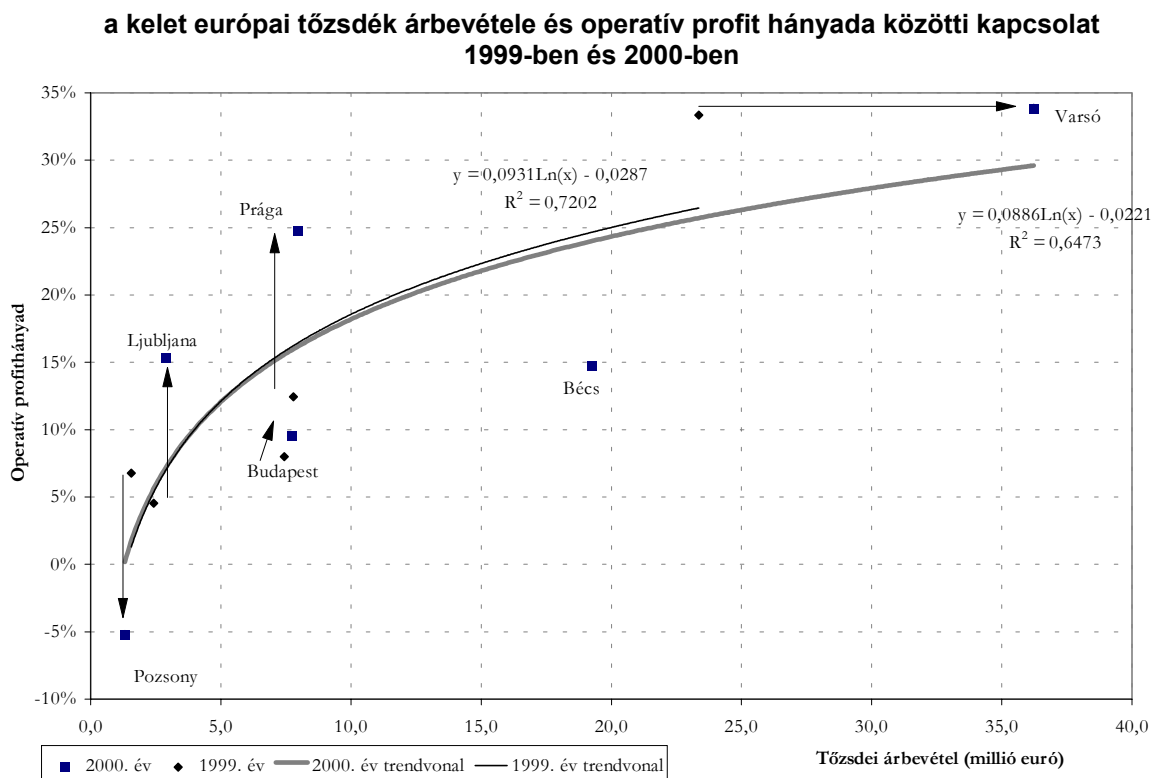
Az egy főre jutó személyi jellegű ráfordítások Prágában, Varsóban és Budapesten gyakorlatilag azonos szinten vannak. A munkaerő-hatékonyság szempontjából ugyanakkor már jelentősek az eltérések. Míg Prágában egy alkalmazott 227 ezer euró árbevételt termelt meg 2000-ben, addig Varsóban 181 ezret, s Budapesten csupán 129 ezret. Még nagyobb az eltérés az egy főre jutó operatív profit tekintetében. Varsóban ez az érték 61 ezer euró, Prágában 56 ezer euró, míg Budapesten mindössze 12 ezer euró.

Prága mind az egy főre jutó árbevétel, mind az egy főre jutó operatív profit tekintetében maga mögé utasítja Bécsét is, ahol egy alkalmazott 219 ezer euró árbevételt és 32 ezer euró operatív profitot generál. Ezzel szemben Bécsben a legmagasabbak a személyi jellegű költségek: egy főre 72 ezer euró jut, azaz közel 50%-kal több, mint Budapesten, Prágában vagy Varsóban. Pozsony esete más: itt az egy főre jutó személyi jellegű költségek mindössze 15 ezer eurót tesznek ki, azaz 70%-kal kevesebbet, mint Budapesten, Prágában vagy Varsóban. Ugyanakkor az egy főre jutó árbevétel is csekély: mindössze 35 ezer euró.

Csupán összehasonlításként: Frankfurtban a bécsinél közel 50%-kal több, 105 ezer euró személyi jellegű költség jut egy alkalmazottra. Ugyanakkor az egy főre jutó árbevétel 828 ezer euró, a bécsinek a négyszerese, s az egy főre jutó operatív profit 226 ezer euró, a bécsinek a hétszerese...

- **operatív profit**

A kelet-európai tőzsdék operatív profit-hányada 10% és 34% között alakult 2000-ben, Pozsony kivételével, ahol ez negatív volt. A maga 10%-os értékével Budapest volt a legkevésbé nyereséges, míg Bécs és Ljubljana egyaránt 15%-kal a középmezőnyhöz, Prága 25%-kal és Varsó 34%-kal az élmezőnyhöz tartozott. Az alábbi grafikon a kelet-európai tőzsdék árbevétele és operatív profithányada közötti kapcsolatot szemlélteti 1999-ben és 2000-ben. A nyilak az 1999. évi értékektől a 2000. évi értékek irányába mutatnak.



A grafikon alapján feltételezhetjük, hogy a kelet-európai tőzsdék árbevétele és operatív profit hányada között pozitív kapcsolat van, amelyet 1999-re és 2000-re egy logaritmusos függvénnyel leírhatunk. A függvény szerint a tőzsdék árbevételének egy százalékpontos növekedése illetve csökkenése az operatív profit hányadukat körülbelül 0,09 százalékponttal növeli illetve csökkenti. (A függvényszerű kapcsolat statisztikailag természetesen nem szignifikáns az alacsony mintaszám miatt, ugyanakkor az árbevétel és a profithányad közötti logikai kapcsolatot jól szemlélteti.) A Deutsche Börsével való egybevetés alapján úgy tűnik, hogy a méret jelentős növekedése nem feltétlenül hozza magával az operatív profit hányad további emelkedését. A DB operatív profit hányada 2000-ben ugyanis 24% volt. A teljesség kedvéért azonban meg kell jegyezni, hogy 2001 első hat hónapjában már ugyanez a mutató 43%-on (!) állt.

- **mérleg**

A fejezet elején lévő táblázat tanúsága szerint a kelet-európai tőzsdék igen konzervatív finanszírozási politikát folytatnak. Eszközeiket átlagosan 85%-ban saját tőkéből finanszírozzák, s mindössze 1%-ban hosszú lejáratú hitelekkel. Ennek megfelelően a nettó forgótőke/összes eszköz mutató átlagos értéke 32%-os. A régió belül a bécsi tőzsdének a legrosszabb az eszköz-kihasználtsága: nettó forgótőkéje eléri az összes eszközének 59%-át. Bécsset szorosan követi Pozsony a maga 49%-os értékével. Varsó ill. Budapest a középmezőnyhöz tartoznak 28%-os ill. 25%-os értékekkel, míg Ljubljana ill. Prága alkotják az élmezőnyt 10%-os ill. 6%-os nettó forgótőke/összes eszköz aránnyal.

A kelet-európai tőzsdékkel szemben a Deutsche Börse eszközeit csupán 45%-ban finanszírozza saját tőkéből, míg a hosszú lejáratú kötelezettségek finanszírozzák az eszközök további 13%-át. A nettó forgótőke/összes eszköz mutató értéke alacsony, csupán 8%-os. A fentiek miatt kézenfekvő, hogy a kelet-európai tőzsdék eszköz illetve saját tőke-arányos megtérülése jelentősen elmarad a frankfurti tőzsde megfelelő mutatóitól.

A régió belül Ljubljana és Prága saját tőke-arányos megtérülése a legkedvezőbb, 16 illetve 15%-os. Ez elsősorban a fentebb feltárt kedvező eszközkimhasználtságuknak köszönhető. Őket 14%-os értékével Varsó követi, melynek ugyan kedvezőtlen az eszközkimhasználtsága, ugyanakkor operatív profithányada kimagaslóan jó (lásd fentebb). Bécs és Budapest alkotják a középmezőnyt 11%-os és 8%-os értékekkel, hatékonytalan eszköz-kihasználtságuknak és viszonylag alacsony profithányaduknak köszönhetően. Végül Pozsony nagyon gyenge eszköz-kihasználtságának és negatív profithányadából kifolyólag -2%-os saját tőke-arányos megtérüléssel zárja a sort. (A kelet-európai tőzsdékkel szemben a Deutsche Börse saját tőke-arányos megtérülése 2000-ben elérte az 54%-ot!)

Az eszköz-arányos megtérülések vizsgálatával hasonló eredményekre juthatunk.

A fenti pénzügyi összevetés az alábbi kritikus pontokat tárta fel:

- bármely vállalat eredményes működését a méretgazdaságosság elve kell, hogy meghatározza. A kelet-európai tőzsdék mérete kicsiny, működési költségeik fajlagosan magasak, operatív profit-hányaduk jellemzően alacsony
- a varsói tőzsde kimagasló árbevételét és eredményességét nemzetközi szinten magas jutalékok biztosítják, melyek középtávon valószínűleg nem fenntarthatóak. Ezért úgy gondoljuk, a WSE imázsa nem dinamikus piaci tényezőiből, hanem statikus és nem fenntartható tényezőkből fakad. Valóban hamar kell privatizálni ahhoz, hogy jó árat kapjanak a részvénytulajdonosokért
- Prága és Ljubljana kivételével a kelet-európai tőzsdék eszközkimhasználtsága kedvezőtlen, azaz jelentős pénzügyi tartalékokkal rendelkeznek
- a kelet-európai tőzsdék finanszírozási szerkezete igen konzervatív, eladósodottságuk mértéke közel nulla
- a fentiek következtében a kelet-európai tőzsdék saját tőke-arányos megtérülése nagyon alacsony.

Összességében azt a képet nyertük, hogy miközben a kelet-európai tőzsdék a gazdasági átmenetnek, és a piacgazdaság kialakulásának fontos szereplői voltak, gazdasági tevékenységük kevésbé hasonlít egy piaci környezetben működő gazdasági társaságra.

Ezt két okra vezethetjük vissza:

- egyrészt a regionális szegmentációra, amely megakadályozta a megfelelő üzemméret kialakítását
- másrészt a tőzsdék eddigi jogállására, amely megfelelő tulajdonosi érdekérvényesítés hiányában nem ösztönözte a profitorientált működést.

2. szín: jövőkép

Az előzőekben kifejtett pénzügyi megközelítést továbbfejlesztve, az alábbiakban a kelet-európai tőzsdék piaci és pénzügyi összevetésére támaszkodva felvázolunk egy elképzelt kelet-európai tőzsdeszövetség pénzügyi modelljének néhány elemét, feltételezve, hogy a tőzsdék szövetsége előtt leküzdhetetlen szabályozási, infrastrukturális stb. akadályok nem tornyosulnak. Szövetség alatt ezen a ponton a tőzsdék teljes fúzióját értjük (ennek stratégiai megvalósíthatósága a következő fejezet kérdése). A szövetség Budapestet, Pozsonyt, Prágát, Varsót és Ljubljanát foglalja magába.

- **piaci adatok**

Az elképzelt kelet-európai tőzsdeszövetség piaci adatait az alábbiakban az egyes tőzsdék 2000. évi adatai alapján becsüljük meg, a 2000. évi tényadatok egyszerű összegzésével.

a kelet-európai tőzsdeszövetség becsült részvénytőzsdéi kapitalizációja (millió euró)

Varsó	38 578
Budapest	13 367
Prága	12 601
Pozsony	3 604
Ljubljana	3 245
Összesen	71 395

a kelet-európai tőzsdeszövetség becsült részvényforgalma (millió euró)

Varsó	49 861
Budapest	26 916
Prága	7 688
Ljubljana	1 337
Pozsony	584
Összesen	86 386

a kelet-európai tőzsdeszövetség becsült kötvényszármazéka* (millió euró)

Prága	28 166
Budapest	6 585
Pozsony	4 781
Varsó	1 363
Ljubljana	560
Összesen	41 455

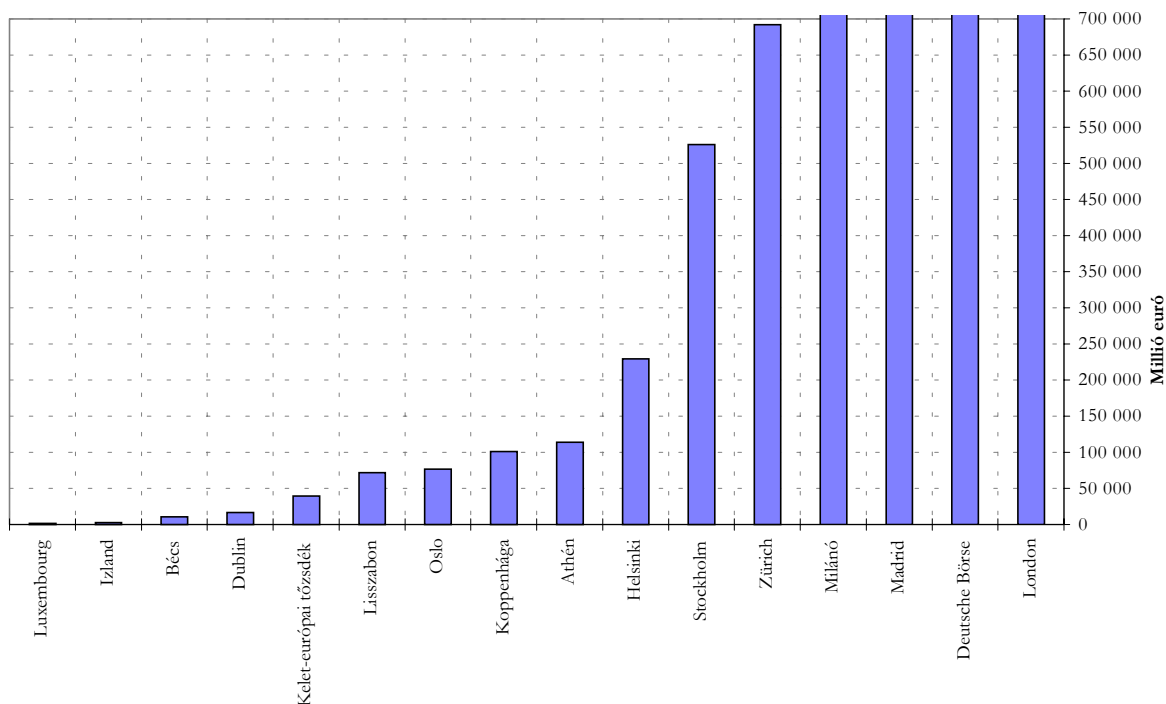
* állampapír és vállalati kötvény forgalom együttesen, mivel részletes adatok nem állnak rendelkezésre.

a kelet-európai tőzsdeszövetség becsült derivatív forgalma (millió euró)

Varsó	17 431
Budapest	10 663
Prága	0
Pozsony	0
Ljubljana	0
Összesen	28 094

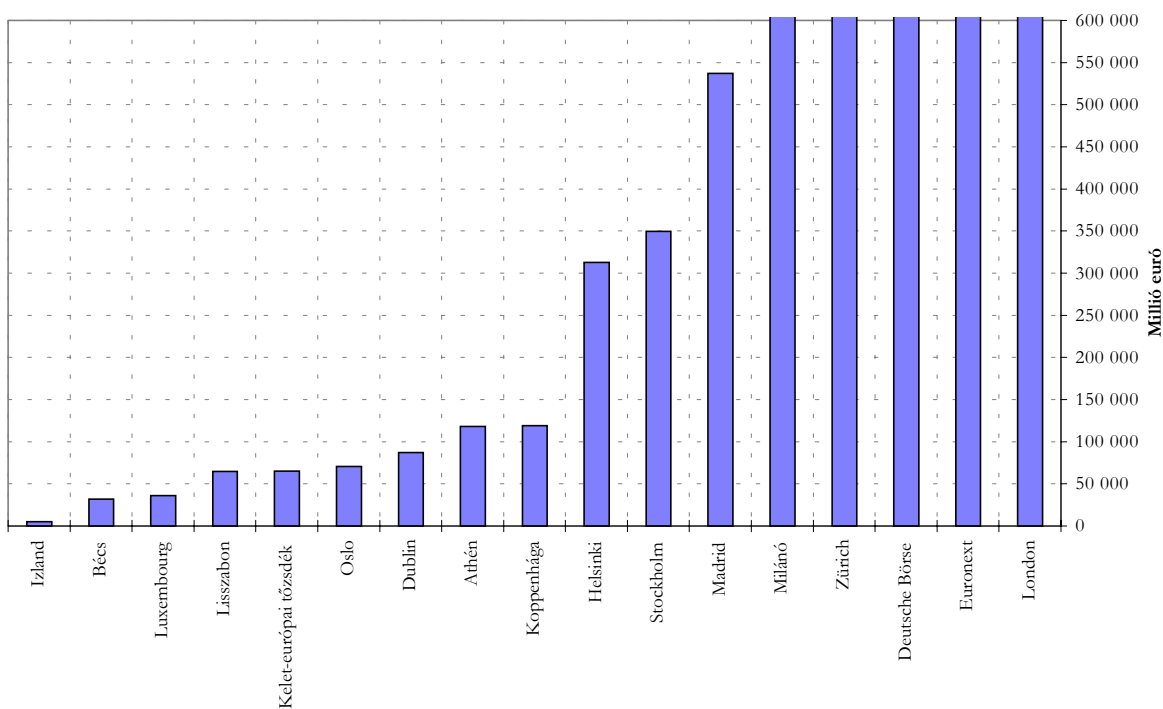
- **nemzetközi összevetés**

a kelet-európai tőzdeszövetség és más európai tőzsdék részvényforgalma 2000-ben



A grafikon szerint a képzeletbeli kelet-európai tőzdeszövetség együttes részvényforgalma alapján 2000-ben a nyugat-európai tőzsdék közül Luxemburgot, Izlandot, Bécsot és Dublint utasította maga mögé. A lisszaboni vagy az oslói forgalom mintegy kétszeresen, a nagyobb tőzsdék forgalma pedig többszörösen meghaladta a kelet-európai tőzdeszövetségét. Ezzel a szövetség – a fel nem tüntetett Euronextet is számítva – a tizenharmadik helyet éri el az európai tőzsdék rangsorában.

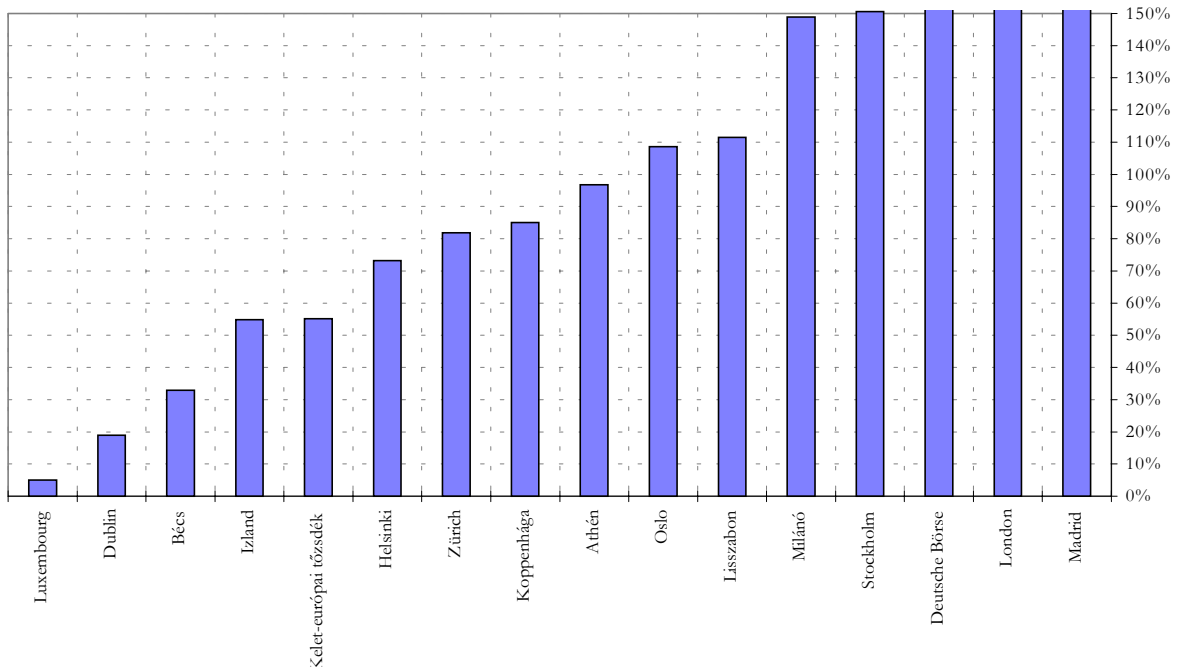
a kelet-európai tőzdeszövetség és más európai tőzsdék kapitalizációja 2000-ben



forrás: FESE, saját számítás

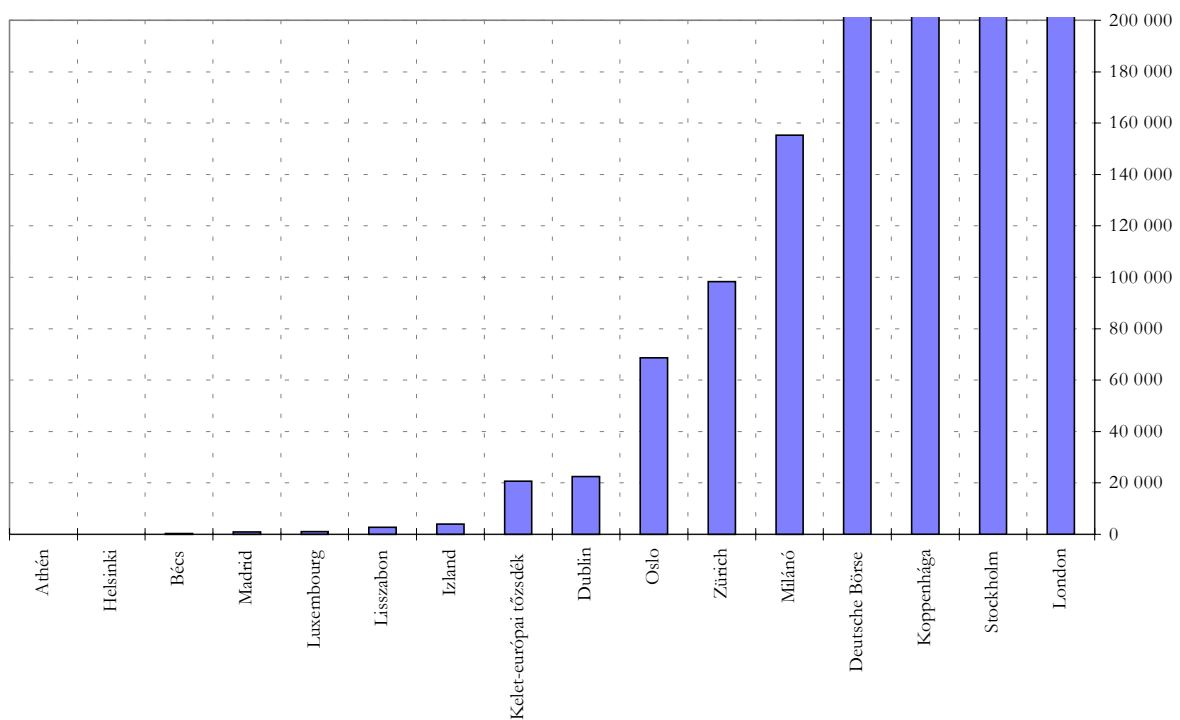
A kelet-európai tőzsdeszövetség együttes kapitalizációja – ha szerény mértékben is, de – meghaladja Lisszabon kapitalizációját, sőt, Oslo, Athén, Koppenhága és – a kelet-európai tőzsdeszövetségnél egyébként alacsonyabb részvényforgalmú – Dublin kapitalizációját is megközelíti. Ezzel a tizenharmadik helyet éri el az európai tőzsdék rangsorában.

az európai tőzsdék részvénytőzsdéjének forgási sebessége 2000-ben



A részvényforgalom és a kapitalizáció szerinti összevetés különbözőségeit jól szemlélteti a részvénytőzsdék forgási sebességének összevetése (lásd alábbi táblázat). Eszerint a kelet-európai tőzsdeszövetség az izlandi tőzsdével áll egy szinten kb. 55%-os értékkel, elmaradva a koppenhágai, athéni, oslói és a lisszaboni tőzsdék 85% és 110% közötti értékeitől.

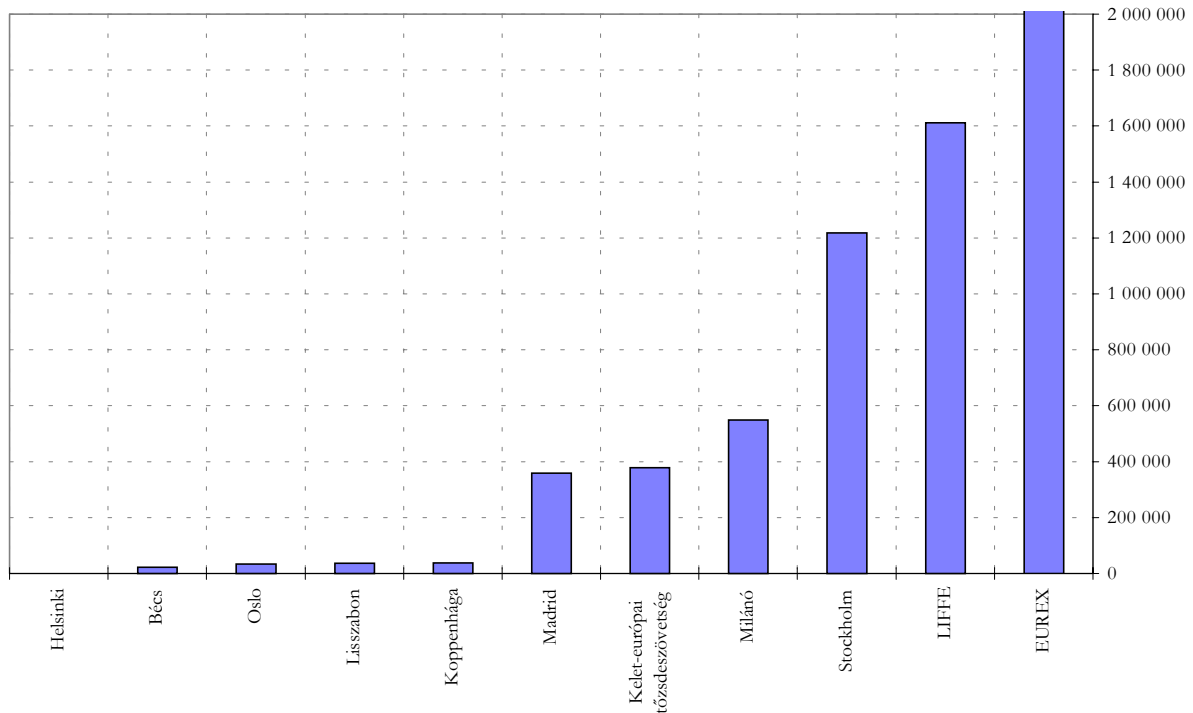
a kelet-európai tőzsdeszövetség és más európai tőzsdék kötvényforgalma 2000-ben



forrás: FESE, saját számítás

A fenti grafikon szerint a kötvényforgalmi adatok alapján a kelet-európai tőzsdeszövetség előkelőbb helyet foglal el az európai tőzsdék között. A részvényforgalom alapján maga mögé utasított tőzsdék listája kiegészül Athénnal, Helsinkivel, Madriddal és Lisszabonnal. Dublintól csupán egy hajszálnyi különbség választja el, s így a kilencedik helyet foglalja el a rangsorban.

a kelet-európai tőzsdeszövetség és más európai tőzsdék határidős tőzsdeindex-forgalma 2000-ben (millió kontraktus)



Végül a kontraktusszámból számított derivatív forgalom alapján a kelet-európai tőzsdeszövetség nemcsak Oslót, Lisszabont és Koppenhágát, de még Madridot is megelőzi, és ezzel az ötödik legnagyobb derivatív forgalmú tőzsdévé válik Európában. Gyorsan hozzátesszük: ugyan a kontraktusszámban való mérés nemzetközi gyakorlat, a térség tőzsdéinek kontraktusai szinte összehasonlíthatatlanul kisebbek, mint a nyugati piacokon, de ezekről nem volt megfelelő adatunk.

- **pénzügyi adatok**

aggregált pénzügyi mutatók 2000-ben (eltérő jelzés hiányában millió euró).

nettó árbevétel	56,1
személyi jellegű ráfordítások	16,4
összes működési költség	40,7
<i>személyi jellegű ráfordítások/árbevétel</i>	29%
<i>személyi jellegű ráfordítások/működési költségek</i>	40%
EBIT	15,3
<i>EBIT margin</i>	27%
<hr/>	
összes eszköz	135,7
nettó forgótőke összege	33,9
<i>nettó forgótőke/összes eszköz</i>	25%
saját tőke	115,0
<i>saját tőke/összes eszköz</i>	85%
hosszú lejáratú kötelezettségek	2,4
<i>h. l. kötelezettségek/összes eszköz</i>	2%
ROE	13%
ROA	11%

helyzetfelmérés

Több okból kifolyólag feltételezhetjük, hogy a képzeletbeli tőzsdeszövetség pénzügyi mutatói eltérnének a tagok mutatóinak aggregált értékeitől:

- a méretgazdaságosság érvényesülése esetén nagyobb tőzsdeméret mellett fajlagosan alacsonyabbak a személyi jellegű költségek. Ezek egy kis tőzsde esetében akár az árbevétel felét is felemészthetik, míg egy nagy tőzsde esetében általában csupán az árbevétel 1/8-át érik el.
- ehhez hasonlóan feltételezhető, hogy a tőzsdeméret növekedése nemcsak a személyi jellegű költségek terén eredményezne megtakarítást, hanem más költségek esetében is de a működési költségek megosztására vonatkozóan nem állnak rendelkezésre összevethető adatok
- valószínűsítettük, hogy a varsói tőzsde magas forgalmi jutalék-szintje középtávon nem fenntartható. Ezért ennek érvényesülése miatt azonos tőzsdei forgalom mellett alacsonyabb árbevétellel lehet számolni
- ezzel szemben ugyanakkor azt is feltételeztük, hogy a tőzsdeszövetség kialakulásával párhuzamosan a tőzsdei forgalom nem esik tovább, és középtávon növekszik. Ebből fakadóan a tőzsdei árbevétel is nő
- fentebb kiderítettük, hogy a kelet-európai tőzsdék többsége alacsony eszköz-kihasználtsággal működik. A tőzsdeszövetséggel szembeni fontos elvárás lenne, hogy az eszköz-kihasználtságot jelentősen javítsa
- a fentiekén túl a tőzsdeszövetség létrehozása többlet beruházásokat igényelne és működtetése középtávon többletköltségeket generálna.

képzeltbeli esettanulmány: pozitív scenario

A szemléltethetőség kedvéért tekintjük úgy, hogy a szövetség létrehozható, az elvárásokat teljesíti, méretgazdaságosan és költséghatékonyan működik. Becsléseink ugyan jelentős egyszerűsítéseket tartalmaznak, de a folyamatokat szemléltetni engedik. Így feltételezzük, hogy

- a tőzsdeszövetség létrehozásával a személyi költségek összességében 20%-kal csökkenthetőek
- az egyéb működési költségek (az amortizáció kivételével) változatlanok maradnak, mert a tőzsdeszövetség működtetésének többletköltségeit ellentételezik a megtakarítások, amelyek az egyes tőzsdék működési költségein belül elérhetőek.
- a varsói tőzsde árbevétele 15%-kal csökken a jutalékszint mérséklődése miatt
- a tőzsdeszövetség együttes árbevétele 20%-kal nő a tőzsdei forgalom növekedése miatt (ez már szignifikáns lenne, ez persze egy képzelt szám!) Figyelembe vesszük, hogy a jelentősebben bővülő részvényforgalomból csak a tőzsdei árbevételnek egy része származik, más bevételek alacsonyabb ütemben bővülnek
- a projekt teljes megvalósításához (a szóban forgó öt tőzsde jogi és pénzügyi összeolvasztásához, valamint kereskedési és elszámolási rendszereinek összehangolásához) mintegy minimum 20 millió euró beruházásra van szükség (ezt a piaci szereplőktől hallott, de nagyrészt csak elképzelt számokból származtattuk
- emiatt – 14,5%-os amortizációs kulccsal számolva – évi 2,9 millió euró többletköltség jelentkezik a tőzsdeszövetség eredménykimutatásában
- a már kifejtett rossz eszközkihasználtság javul. Ez a mutató Frankfurtban 8%, ezért elvárható, hogy a nettó forgótőke/összes eszköz mutató 25%-os értékéről 10%-ra csökkenjen, így ténylegesen pont 20 millió euró fölösleg felszabadul a mérlegből. Ezt az összeget a tőzsdeszövetség létrehozásához szükséges beruházásokra lehet fordítani (amennyiben ez nem volna elegendő, úgy hosszú lejáratú hitel felvétele vagy egyéb forrásbevonás szükséges).

feltételezett pénzügyi mutatók (eltérő jelzés hiányában millió euró)

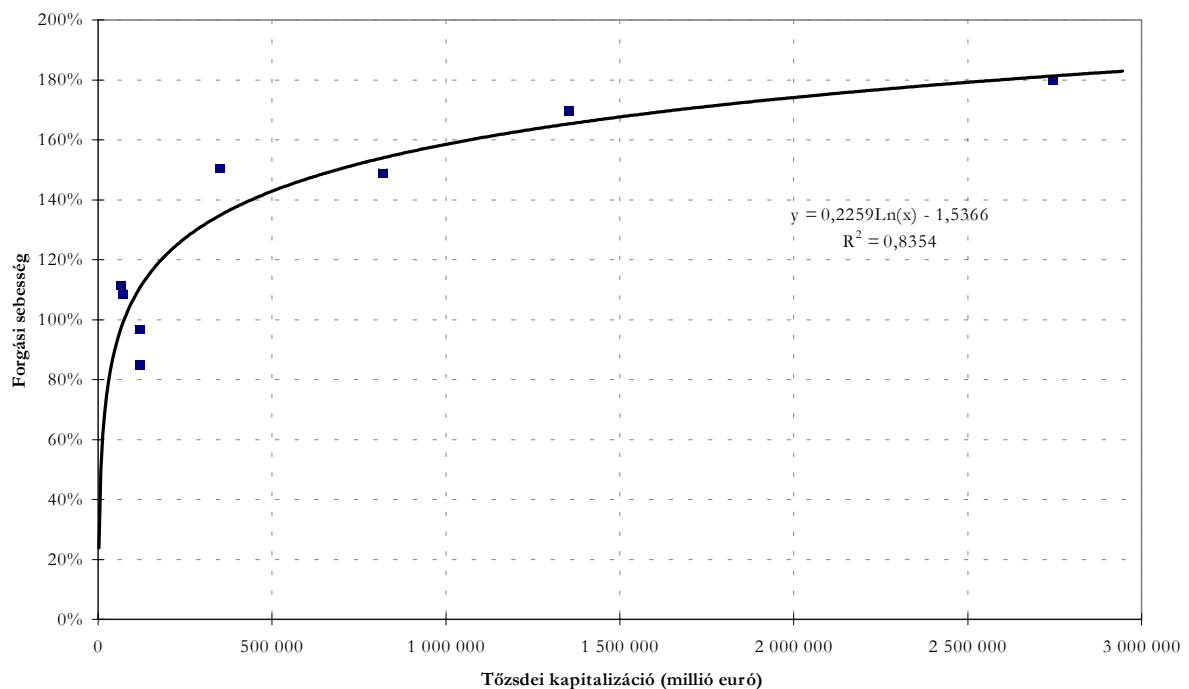
nettó árbevétel	60,8
személyi jellegű ráfordítások	13,1
összes működési költség	40,4
<i>személyi jellegű ráfordítások/árbevétel</i>	22%
<i>személyi jellegű ráfordítások/működési költségek</i>	33%
EBIT	20,4
<i>EBIT margin</i>	34%
<hr/>	
összes eszköz	135,7
nettó forgótőke összege	13,9
<i>nettó forgótőke/összes eszköz</i>	10%
saját tőke	115,0
<i>saját tőke/összes eszköz</i>	85%
EBITOE	18%
EBITOA	15%

A tőzsdeszövetség együttes árbevétele 8%-kal haladná meg a tagok árbevételének aggregált értékét. Ez a működési költségek 1%-os csökkenésével együtt az operatív profitot 33%-kal növeli. Az operatív profithányad 27%-ról 34%-ra emelkedhet. Ennek, és az eszközkihasználtság javulásának eredményeként az eszközarányos megtérülés 11% helyett 15% lenne. És végül, a saját tőke-arányos megtérülés 13%-ról 18%-ra növekedne.

▪ likviditás

Következő grafikonunk „kicsit kilóg” az elemzésből, ugyanis egy elvileg megalapozott, azonban különösen a kelet-európai tőzsdék esetében a gyakorlatban nem létező összefüggést mutat. A gyakran használt „likviditás likviditást vonz” törvényt igen szépen alá lehetne ezzel támasztani, ami egy ilyen tőzsdeszövetség kialakításakor a legsúlyosabb argumentumok egyike. *Azonban csak a közkézhányadból számított forgási sebesség valós likviditásmérő, a kapitalizációból számított mutató viszont nem,* ahogy ezt a közkézhányad említésével e tanulmányban többször is kifejtettük. Az alábbi függvény ugyanis egy statikus állapotot mutat, ugyanez az összefüggés dinamikusan nem biztos, hogy érvényesül. (A közkézhányadra nem tudunk megfelelő adatokat kapni, hogy ezt az összefüggést valós számokkal is tesztelhesük.)

a forgási sebesség és a kapitalizáció az európai tőzsdék esetében



Mit is rajzoltunk itt fel? A forgási sebességek és a tőzsdei kapitalizáció „kapcsolatát”, a kelet-európai tőzsdeszövetséghez hasonló vagy annál nagyobb forgási sebességű európai tőzsdék adataiból származtatva. A grafikon alapján feltételezhetnénk, hogy a tőzsdei kapitalizáció és a forgási sebesség között pozitív kapcsolat van, amelyet legjobban egy logaritmusos függvénnyel írhatunk le. A függvény szerint a tőzsdék kapitalizációjának egy százalékpontos növekedése illetve csökkenése a részvények forgási sebességét körülbelül 0,2 százalékponttal növeli illetve csökkenti. Nos, a jelenség tehát adott. Mi a magyarázat? Minél nagyobb méretű egy piac, annál több (nemzetközi) befektető tekinti megfelelő és/vagy megkerülhetetlen befektetési terepnek: az intézményi befektetők tevékenysége kiegészül a rövidtávú tőzsdei mozgásokra spekuláló befektetőkével, a likvidebb piacokon a friss tőkét kereső vállalatok kedvezőbb feltételeket találnak, ezért itt hajtják végre kibocsátásaikat stb. *Nyilvánvaló azonban, hogy önmagában a kapitalizáció növekedése (különösen négy piac összeadásával) nem szükségszerűen eredményezi a forgási sebesség növekedését.* Erre gondolunk tehát akkor, amikor azt mondjuk, hogy ez az összefüggés csak statikusan igaz, dinamikusan nem. Ha ezt elfelejtjük, akkor olyan szép de hamis következtetésekre jutunk, hogy a kelet-európai tőzsdeszövetség forgási sebessége a méretnövekedés közvetett következményeként elérhetné a 99%-ot, ami mintegy 80%-os növekedést jelentene az aggregált adatokból származtatott 55%-os forgási sebességhez viszonyítva.

az elvi modell

A fentiekben megmutattuk, hogy a hatékony működtetés szempontjából a kelet-európai tőzsdeszövetség létrehozása számos előnyt ígér. E fejezet azt mutatta meg, hogy az egyes tőzsdevállalatok a legkevésbé tekinthetők hatékony szolgáltatóknak, melynek okai között ott találjuk piacaik kis méretét. Ez az érv, párosulva a kedvezőtlen piaci tendenciák tartósulásával, egy vállalatfinanszírozási szakértőnek rögtön az összevonási lehetőségeket juttatja az eszébe. Ha ehhez a piaci kilátások viszonylag moderált optimizmusát hozzáadjuk, akkor az a feltételezésünk, hogy egy létrehozandó tőzsdeszövetség az egyes költségelemek csökkenésével párhuzamosan jelentősen javítja a tőzsdék operatív eredményét.

Így a kelet-európai tőzsdeszövetség nem csupán méretében válna egyenrangúvá több európai tőzsdével (Lisszabonnal, Koppenhágával, Athénnal), hanem az esetleges nyugat-európai tőzsdeszövetséghez való csatlakozás során is sokkal kedvezőbb pénzügyi feltételeket érhetne el különösen a részvényesek (tőzsdetagok) szempontjából, akik számára ez az alternatíva jobb exit scenáriót tartalmaz.

Ahogy a következő pontokban kifejtjük, a kelet-európai tőzsdeszövetség létrehozásának gyakorlati megvalósításához egy igen komoly projekmanagement szükséges, a gazdasági megalapozottság megvalósulásában a gazdaságpolitikának is szerepe van, a pénzügyi források pedig a tőzsdék rendelkezésére állnak, illetve – amennyiben szükséges – hitelfelvételből és egyéb forrásokból valószínűleg könnyen fedezhetőek.

3. felvonás: végkifejlet helyett javaslattétel

1. szín: egy kitűzhető cél

A térség összes tőzsdéje partnerkeresésben van, a szövetségkötések korában ez már nem kérdés. Az sem, hogy a piacok a nyugat-európai vérkeringésbe kívánnak belekerülni. Az viszont igen, hogy ennek mi a jelenlegi körülmények figyelembe vételével a legmegfelelőbb útja.

A tanulmány alatt azt a következtetést vontuk le, hogy mára a vállalatfinanszírozási okok szinte egy súllyal esnek latba a stratégiai megfontolásokkal. Ebből kifolyólag a konszolidáció önmagában is hozhat eredményjavulást, melyet a közgazdaságtani okok (a piacnyeréstől az európai unióban való törekvésig) vagy alátámasztanak, vagy azoknak legalábbis nem mondanak ellent. Ezt a helyzetet a nyugati partnerek e régióhoz való hozzáállása egyelőre nem kérdőjelezi meg. Kívánatos lenne, ha első célként pusztán a likviditásnövelést jelölhetnénk meg, de ez most nem állja meg a helyét.

A közép-európai tőzsdeszövetség létrehozatala tehát a régió különálló tőzsdéinek romló piaci és vállalati mutatói továbbesésének megakadályozására irányuló eszköz, mely ideális esetben a térség még növekedésben lévő tőkepiacának potenciálját mind belső, mind kívülről jövő forgalmának növelésére tudja fordítani. Ez utóbbiból autentikus publikus stratégia és küldetés kovácsolható.

Sikeres megvalósulás esetén a konszolidált tőzsde képes lesz az egységesített jutalékait nagymértékben csökkenteni. Egy közismert riport²⁷ elfogadott megállapítása szerint a minden 10% költségcsökkenés 8%-os forgalomnövekedést okoz!

Nagyon fontos argumentum, hogy ez a szövetség, mivel összértéke a legjobb esetben is csak pár százalékot ad az európai tőkepiacnak, nem végcél, hanem egy olyan eszköz, mely elfogadható ráfordítás mellett teheti lehetővé a térség összefonódásából fakasztható előnyöket az eurozónába való menetelés során. Még mielőtt azonban az együttműködés megvalósíthatná célkitűzéseit, már első pillanatban is egy regionális szövetség jóval erősebb tárgyalópozícióban van a nagy nyugati partnerekkel szemben is, mint tagjai külön-külön. Ezt bár az Euronext hivatalosan nem ismerte be, már tőlük is hallottuk, sőt, első alkalommal ezt egy frankfurti tőzsdei tisztségviselő mondta. A tárgyalási pozíció erősítése persze nem ad elég alapot egy ekkora változtatás elindításához, de ezt a lehetőséget fel kell ismerni. A potenciális nagy partner pedig rögtön észre fogja venni, hogy míg most viszonylag kényelmesen tárgyal az egyedi tőzsdékkal, és úgy gondolja, valamelyik csak be fog jönni, addig egy egységgel szembeni csakis a dupla vagy semmi alapon tárgyalhat, már csak azért is, mert egy ekkora területet már csak nem akar a vetélytársakra hagyni. (Erre utaltunk a frankfurtiakkal kapcsolatban a hurok szorulásával.)

²⁷ Paul Myners brit vagyonkezelő kormánya megbízásából 2001 elején riportot írt a brit intézményi befektetési piacról. Az anyag, melyhez hasonló a brit kormány utolsó 20 évvel ezelőtt íratott, nagy port kavart, sok javaslatát elfogadták, megállapításaira pedig hivatkoznak

tőzdeszövetség

A szövetségkötésnek számos formája működőképes, a felsorolt lehetőségek pontos ismertetése (holding, egyesülés, közös társaság működtetése, teljesen új tőzsde létrehozása) egy munkaanyag feladata lenne, az előző fejezetekben megfogalmaztunk ajánlásokat.

a legkisebb közös többszörös

Az együttműködés választandó formájától függetlenül javaslatunk az, hogy a tőzsdék első lépésben egy közös kereskedési platformra kerüljenek. A hagyományos együttműködési formák előnyeit így is ki lehet aknázni, az elszámolási és jogi harmonizációt pedig ez a lépés determinálja. A marketinget is közös alapokra helyezné, és az esemény nagyon jó „aktualitással” is szolgálna. A vállalatfinanszírozási argumentumoknak megfelelően az outsourcing miatti átszervezés költségmegtakarítást és hatékonyságnövelést biztosíthat.

Varsó kivételével, ahol már implementáltak egy megfelelő rendszert, a többi tőzsdének előbb-utóbb nem lesz más választása, de ebben a fázisban nem lehet kizárni az Euronext rendszerének kiterjesztését sem, a tőzsdék úgyis arra hajlanak inkább. A jövedelmezőségi mutatók ismeretében, ha csak privatizációja során igen hamar nem történik valami jelentős, Varsónak is érdekében lesz a szövetséghez csatlakozni (más kérdés, hogy a munkaanyagban ezt hogy lehet feltüntetni..) A tőzsdék közötti vetélkedést a projekt előnyére is lehet fordítani, bár erre építeni nem lehet, azaz normális menetben valószínűsíthető, hogy a nagyobb tőzsdék azért is belépnének, hogy nehogy a másik arassa le a babérokat²⁸.

vízió csak vagy számszerűsíthető tény?

A vállalatfinanszírozási megközelítés ennél erősebb verziót sugall, a teljes és mihamarabbi egyesülést. Ha ezt sikerülne elfogadtatni, az óriási áttörést jelenthetne, de igen nehéz lenne a kivitelezése (bár a hollandok sem hitték volna néhány éve, hogy összeállnak a franciákkal..). Mivel ez a folyamat igen hosszú, az biztosítaná sikerességét, hogy a tőzsdék egy olyan megállapodás aláírásával indítanak, melyben kimondják, hogy a fúzió létrejöttéig nem adják el már magukat külön, azaz csakis a fúzió végbemenetelét követően kerülhet sor újabb tulajdonos bevonására. Hacsak nem derül ki – amire azért van esély – hogy a két tőkebevonásra készülő tőzsde ugyanazt a partnert szemelte ki, ez a javaslat irreális. Ugyanakkor a méretgazdaságosság és az elérhető költséghatékonyság e formában lenne igazán biztosítható, ezért lehet ezt tényként kezelni. A realitás talaján maradva, a teljes fúzió nagyon nehezen vihető végbe, ezért ezt vízióknak neveznénk.

a BÉT érdeke

A magyar tőkepiacnak bármilyen együttműködés akkor jelent igazán előnyt, ha azáltal saját súlyát növelni tudja. Ez a forgalmi adatok tükrében most a régióon belül is csak 25%, alig megelőzve Prágát, Varsónak pedig több mint 40% „jut”. Ugyan a bemutatott elemzésekből kiderül, ahogy e fejezet elején is megfogalmaztuk: a további hanyatlás elkerülése a fő cél, de ki kell tűzni a valós növekedés pályáját is. Ennek megfelelő eszköze lenne, ha BÉT ebben a projektben a kezdeményezést felvállalná, hiszen sikeres managementnek a vezetés a jutalma. Ha nem ezt teszi, de mégis megvalósul az együttműködés, akkor valamiről lekéstünk. Ugye azt álmodni sem lehet, hogy egy nagy nyugati szövetségben mi bármilyen vezetéshez is juthatunk?

A BÉT részéről a projekt ellen önmagában tudomásunk szerint nem szól semmi, hacsak az nem, ha éppen most írtak volna alá egy ezt kizáró megállapodást. De sok minden függ a részletektől, melyek megfogalmazásáról is az alábbiakban lesz szó.

²⁸ azért fogalmaztunk úgy, hogy normális menetben, mert ennek feltétele az egyik érdekelt partner valódi kezdeményzőkészsége, ami jelenleg nincs meg, valamint a piaci hozzáállás, amiben szintén vannak hiányosságok

a tőzsdetagok és a piaci résztvevők érdeke

A tőzsdetagok egy bevált rendszer cseréjét nem fogják támogatni, de a termékpaletta növelése neki is fontos, így valószínűleg meggyőzhető. A térségben aktív külföldiek abban látnák egy ilyen szövetség lényegét, hogy az könnyű hozzáférést biztosít a régióhoz és így az információkhoz is. Ráadásul, ha több a termék, több a sztori, a forgalom növekedhet. A belga példa, ami nem hozott forgalomműködést, talán azért nem érvényes a térségre, mert itt a belső forgalom nemcsak a bázis alacsony volta miatt nőhet, hanem a belgákkal ellentétben egy ilyen szövetség jelentős információáramlást indítana meg, ami eddig egyáltalán nem létezett.

munkamenet

Ahogy az anyagban már többször leírtuk, ez a tanulmány nem felel meg egy projektindító vitaanyagának. Ezért egy rövidebb, kissé más szemléletű, angol nyelvű munkaanyag kidolgozását javasolnánk, melyet egyidejűleg kaphat meg minden tőzsde, és mely egy munkacsoport létrehozását javasolná. E csoport csak akkor lehet hatékony, ha vezetőkből, döntéshozókból áll, akik egy előre kitűzött határidőig részletes anyagot dolgoznának ki a lehetőségek feltárására vonatkozólag. Ennyi idő alatt annak is ki kell derülnie, hogy lesz-e olyan tőzsde, mely a projekt vezetését felvállalja.

finanszírozási csatornák

Egy tőzsdeszövetség létrehozása rengeteg munkába, időbe és pénzbe kerül. Ugyan az első kettő tényező elsősorban a résztvevő tőzsdék elhatározásán alapszik, a munkatársakat és külsős szakértőket meg kell fizetni. A költségvetés másik, nagyobb részét a rendszerfejlesztés- és implementáció adja, nem is beszélve arról a lehetőségről, ha a szövetség az új kereskedési szoftvert nem outsourcing keretében veszi használatba, hanem megveszi. A költségek ezen anyag kereteit meg nem haladó elemzése nagyon nehéz, de ha a projekt valóban elkezdődne, akkor nem lehetetlen feladat. Az írek példájában, ahol a német rendszerre álltak át, a munkálatok fél évig tartottak és a brókerek átállításának költségeivel együtt 10-15 millió dolláros kiadásról szoktak beszélni. Az Euronext létrejötte azonban, azzal együtt, hogy a fejlesztéseknek egy része a mai napig folyik és még sokáig folytatódik, kevesebb mint egy évet vett igénybe.

A projekt fedezésére a következő csatornákból lehet pénzhez jutni:

- saját forrásból jelentősebb tartalékokat csak a varsói tőzsde tud mozgósítani, valamint az itt nem elemzett, de a munkában részt vevő elszámolóházak. Ez az intézmények stratégiai döntése, ennek tisztázása is a felállítandó munkacsoport feladata lenne.
- a térségben finanszírozási funkciót betöltő szervek és intézmények (EBRD, Világbank, Európai Unió Phare programja) egyértelműen mozgósíthatóak, főleg, ha kimutatható, hogy egy ilyen projekt megvalósulásával Magyarország ill. a térség tőkepiacának stabilitása és konvergenciája az EU-hoz felerősödik. E témában a tanulmány írása alatt több levelet váltottunk az EU illetékeseivel
- a tőzsdék a jelenlegi alacsony tőkeáttétel miatt bankhitelt is könnyen felvehetnek.
- a LIFFE példáját alapul véve kockázati tőke bevonása is lehetséges (lásd első fejezet). Ugyanakkor a tőzsdék jelenlegi tulajdonosai/tagjai számára is meggyőző lehetne az ügylet, amennyiben tulajdoni hányaduk egy részét megfelelő árazás mellett értékesíthetnék. Amennyiben egy pénzügyi befektető (illetve pénzügyi befektetők egy csoportja) szerezne részesedést a leendő tőzsdeszövetség tagjaiban, úgy az eddigiekben hiányolt tulajdonosi érdekvédelem jóval hatékonyabban megvalósulhatna. A befektető szakmai tapasztalataival támogathatná, sőt adott esetben kikényszeríthetné a tőzsdék szövetségének lehető leghatékonyabb megvalósulását, különösen, mivel mindegyik tőzsdében részesedéssel bírna.
- a BÉT jelentősen megcsappant forrásaira való tekintettel a javaslatunk az, hogy a Pénzügyminisztérium vizsgálja felül, mennyiben tudná finanszírozni a BÉT részvételét a térség tőzsdeszövetségének kialakításában.

2. szín: a tőzsde gazdaságpolitikai szerepének esete a gazdaságpolitika tőzsdei szerepvállalásával

A magyar szabályozott részvénytőzsde fajlagos súlytalansága, mint láttuk, még a régió belül sem magától értetődő; ezt a lengyel példa mutatja meg. Erre persze egyszerű, de nem pontos válasz a mögöttes gazdasági mérethez való hivatkozás; az első fejezetben is láttuk, hogy számos ország saját méretét jóval meghaladó kapitalizációval rendelkeznek, a szervezett piacokon lebonyolított forgalma pedig szintén sokszorosa a budapestinek.

A tőzsde kiegyensúlyozott fejlődésének záloga a megfelelő belföldi részvénykereslet. Meg vagyunk arról győződve, hogy a társaságok tőzsdei megjelenése egyenes arányban nő a forgalommal, hiszen a cégek jó likviditás és árazás mellett látják biztosítottnak a tőkebevonás céljából kibocsátott részvényük megfelelő eladhatóságát, a befektetők pedig csak akkor veszik meg ezeket a papírokat, ha tapasztalataik szerint a befektetési időhorizontjukon belül egyenletes likviditást lehet feltételezni. Ha a gazdaságpolitika a tőzsde szerepét a kereslet-kínálat és a tőkebevonás önérdekmentes és transzparens színterének elfogadja, továbbá, ha ez esetben viszont már azt is szeretné látni, hogy a hazai tőzsde a nemzetközi pályán is labdába rúg, akkor meg kell hoznia azokat az intézkedéseket is, melyek a vállalatok tőzsdére jutását elősegítik.

a befektetési kedv élénkítése

Természetesen sem e tanulmánynak, sem a szerzőknek nem feladata és illetékessége a meglévő szabályozás áttekintése²⁹. Erre a megvalósítandó projekt során kell sort keríteni, az új törvény és a célkitűzés fényében át lehet világítani a Tőzsdefejlesztési Bizottság javaslatait. Persze a legközvetlenebb (és talán leglátványosabb) terület az adó, mely ugyanakkor a fiskális politika céljait is alátámaszthatja, például a befektetési futamidők befolyásolásának terén. Egyébként számos ország példája mutatja, hogy a befektetésbarát adópolitika milyen tőkepiaci fejlődést tud elősegíteni³⁰.

a részvénykínálat bővítésének elősegítése

Ez a fejlesztés korántsem jótékonykodás: a tőzsdére került vállalatok transzparensabbak, és zárt társaikkal ellentétben elemi érdekük a nyereség kimutatása. Éppen ezért a zárt és nyílt társaságok szabályozottságát is felül kellene vizsgálni. Aztán több ízben is felmerült, hogy az állam a nyilvános társaságok számára támogatást nyújtson a bevezetés költségeire. Ugyan a támogatási rendszer bevezetése önmagában véve nem jelenthet alapvető áttörést, hiszen kedvezőtlen tőzsdei árazás mellett a vállalatok akkor sem mennek tőzsdére, ha az nekik egyetlen fillérjükbe sem kerül. Egy ilyen csomagnak az a lényege, hogy az ingerküszöb áttörését elősegítse, avagy az ingadozókat átbillentse a nyilvános forgalomba hozatal felé.

a kívánatos támogatás / fejlesztés módszertana

A hosszútávú stratégia megvalósítása érdekében összehangolt szabályzati és támogatási csomag bevezetése szükséges. Egyszeri juttatások, bármennyire is jó célt szolgálnak, általában véve a meglévő szerkezeteket konzerválják, valódi növekedési alapot ritkán tudnak nyújtani, vagyis önmagukban nem elegendők a reformhoz. A piac szerves fejlődését kell stratégiai szinten támogatni, melyet egyszeri juttatásokkal is elő lehet segíteni, de ha ez megreked az adott intézkedés szintjén, akkor nemcsak hogy nem biztos, hogy eléri valós célját, de a sikertelenség elkerülése végett magában hordozza a további egyedi programok létrejöttét. Ez a jelenség persze nemcsak a politikán, de az élet összes területén tettenérhető. *A gazdaságpolitikai stratégiagyártásnál tehát nyilván abból indul ki a döntéshozó, hogy amit anyagilag vagy szabályozási eszközzel elősegít, az ne egy egyszeri mentőöv, hanem a kívánatos növekedési pályára való ráállítás hatékony eszköze legyen.*

²⁹ a szabályozás „eszmeiségéről” csak annyit szeretnénk szólni, hogy nem véletlen, hogy a szakirodalomban sosem felejtik el a szabályozott és önszabályozó jelzők hozzábiggyesztését a tőzsde szóhoz. Minden túlbonyolított felülről jövő szabály a nem transzparens szegmensek erősödéséhez vezet. A hatósági szabályalkotók számára ez mindig egy nehéz helyzetet eredményez, de a tőzsde esetében pontosan az érdekek körülhatárolhatósága révén tényleg érvényesül az, hogy önszabályozással fogja a szofisztikációt véghezvinni. Összpiaci érdek, hogy ezt a szerepét ne becsüljék le

³⁰ a leghíresebb ellenpélda pedig a '80-as évek végén Stockholmban történt, ahol egy új tranzakciós adó bevezetésének hatására a teljes svéd részvényforgalom az akkorra már kialakult csatornákon keresztül egyetlen nap leforgása alatt (!) Londonba települt

epilógus

A közép-kelet európai térség tőzsdéinek szoros együttműködését, esetleges egyesülését az egyszerűség kedvéért egy vételi opciónak tekintjük: korlátozott veszteségi *lehetőség*, elvileg korlátlan nyeresési *potenciállal*. Az opció nincs ingyen, ezzel mindenki tisztában van: az opció díja leginkább a hajlandóságtól, a befektetendő munkától, valamint a költségektől és az időtől függ. Azonban a projekt maga határozhatja meg a kívánt célt (opciós nyelven: a lehívási árat), melyre sok variáció képzelhető el, az együttműködés mélységének függvényében (a lehívási ár pedig maga is díjmeghatározó tényező). Amennyire e tanulmány keretében felmérhettük a helyzetet, úgy látjuk, hogy jó célmeghatározással, jó projektmenedzsmenttel sikerülhet áttörni a nyereségkülöbséget.

Budapest, 2001. december 21.

Szeles Nóra

Marosi Gábor

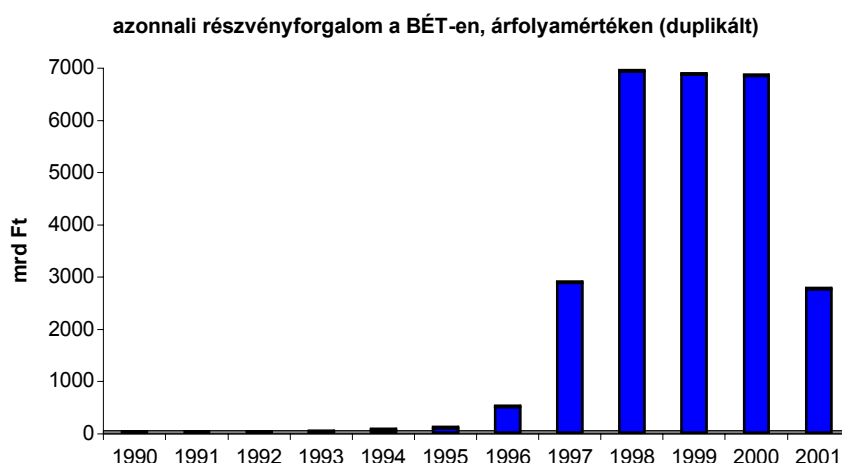
Muszély Péter

fűggelék

jelentés a magyar részvénytőzsdéről – 2001 december

Az alábbiakban a JDLV anyagban írt elemzés lényegi részét egészítjük ki a legfrissebb adatok alapján. Az itt megfogalmazott előrejelzéseket „ha minden egyéb változatlan marad” alapon tettük. A tanulmányban megfogalmazott tőzsdei és tőkepiaci-gazdaságpolitikai stratégia pontosan ezen szcenáriók bekövetkezésének elkerülését célozzák.

tőzsdei részvényforgalom

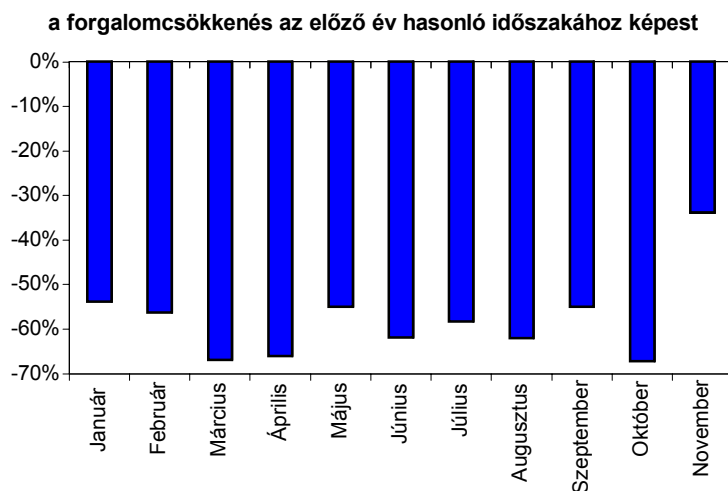


forrás: BÉT

Már az év elején megállapítható volt, hogy az orosz válság nyomán kialakuló stagnálás után 2000. II. félévétől kezdve erőteljes likviditáscsökkenés indult meg a BÉT-en, melynek hatása 2001-re vált különösen érzékelhetővé. Ezt a folyamatot jelentősen erősítette a részvényeken elért árfolyamnyereség-adóra adott biztosított kedvezmény eltörlése, és a nyereség teljes körben 20%-kal történő adóztatása. A 2001. év során a helyzet tovább súlyosbodott, amikor a World Trade Center elleni 2001. szeptember 11-i támadás után a BÉT a kereskedés fenntartása és a folyamatos nyitvatartás mellett döntött. Bár ezzel a lépéssel a BÉT követte a nagy európai tőzsdék gyakorlatát, a döntés nem feltétlenül volt helyes. A támadást követően nem csupán az amerikai piacok, hanem többek között a mexikói, a kanadai, a malájziai és a török tőzsde is úgy ítélte meg, hogy a terrorakció gazdaságra gyakorolt hatását nem lehet ilyen gyorsan felmérni, ezért időt kell hagyni a befektetőknek, hogy reális mederben lehessen tartani a kereskedés menetét³¹ ..

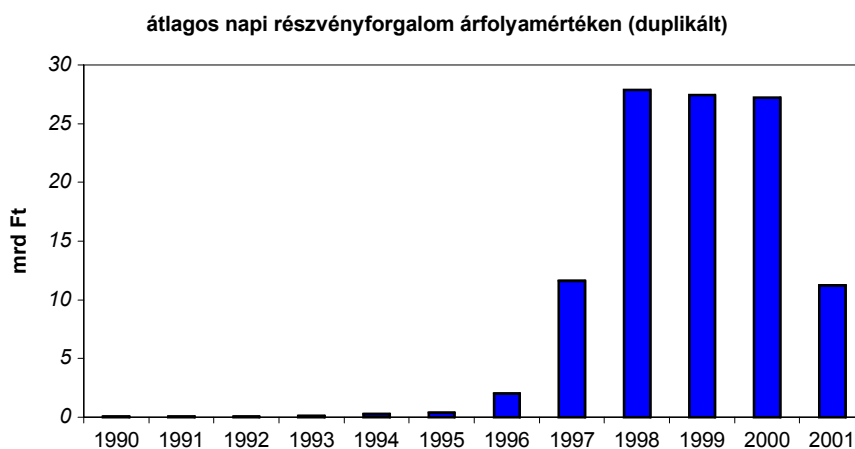
³¹ Véleményünk szerint azokon a piacokon, így a BÉT-en is, ahol elsősorban a folyamatos kereskedés lehetőségét kívánták szem előtt tartani az esetlegesen kialakuló irreális árfolyamokkal szemben, azt a hibát követték el a döntéshozók, hogy nem vették figyelembe, hogy ez a válság nem a megszokott kereskedési környezetben zajlott. Míg az ázsiai válság, az orosz válság, a brazil válság vagy bármely más jelentős áresés idején a befektetők mindig rendelkeztek a világ vezető piacának, az amerikai tőzsdéknek áralakulására vonatkozó irányadó árinformációkkal, mely alapesetben az amerikai indexhatáridős kontraktusok (pl. S&P 500 Futures) csaknem 24 órán át nyitva tartó piacát jelentette, addig ezúttal az amerikai tőzsdék 4 napig ki sem nyitottak, és a pénzügyi termékek chicagói határidős kereskedése is zárva tartott, mert nem volt a mögöttes termékről információ. Így ez volt az első alkalom, amikor a világ az aktuális irányt meghatározó alapvető árinformáció nélkül maradt. A rövid, de jelentős zuhanás pedig tragikus következményekkel járt: jó néhány olyan magánbefektetőt, aki tőkeáttételes terméket (lombardhitel, halasztott fizetés, határidős ügylet) vett igénybe, és ezzel az összeszűkült piac maradék likviditását adta, kényszerlikvidálni kellett, mert a nagymértékű árfolyamcsökkenés miatt megnövelt fedezeti igényt nem tudta biztosítani. A válság eredményeként pedig ismét a kisbefektetők vesztek, mivel szinte egyedül ők adtak el, mert a tőzsdei és elszámolási szabályok alapján –jogosan– kényszerítették erre őket. Mivel a kis tőzsdéknek kevesebb a befektetőjük, ezért ezzel a döntéssel a kis tőzsdék, mint a BÉT jóval többet kockáztattak, mint a fejlett, európai piacok

A szeptemberi 11-i akció hatását nem szabad akkor sem szem elől tévesztenünk, amikor a tőzsdei forgalom havi alakulását tanulmányozzuk a 2001. évben. Első pillantásra ugyanis azt hihetnénk, hogy öröndetes változás indult meg ősszel a tőzsdei forgalmat tekintve – mely véleményének jónéhány írott és elektronikus sajtótermék is hangot adott –, hiszen a nyári hónapok forgalmi minimumát követően, amikor az egyszerűen számított forgalom alig haladta meg a havi 60 milliárd forintot, az ősszel csaknem a duplájára, közel 120 milliárd Ft-ra emelkedett az egy hónap alatt megkötött üzletek összértéke. Ez azonban csupán két tényezőnek köszönhető: az első az ún. „szezonális” hatás, melyhez hasonló 1999-ben és 2000-ben is megfigyelhettünk a nyári hónapok pangását követő forgalomemelkedéskor, a második pedig az egyszeri forgalomemelítő tényező, az említett terrorakciónak az eredménye, melynek hosszabb távú következményei egyértelműen kedvezőtlenek. A tőzsde forgalmának változásáról alkotott kép tovább romlik akkor, ha az adott havi adatokat a 2000. év hasonló időszakához viszonyítjuk:



forrás: BÉT

A 2001. esztendő eddig eltelt 11 hónapjából 10 esetben a forgalom csökkenésének mértéke, az előző év hasonló időszakához képest meghaladta az 50%-ot, sőt 5 esetben a 60%-ot is, és decemberre is 60% feletti értéket várunk. Bár ebből a szempontból éppen a legutolsó hónap adatai a legkedvezőbbek az „alig” 34%-os visszaeséssel, de érdemes megjegyezzük, hogy a 2000. november az elmúlt év második leggyengébb hónapja volt. Mint az a grafikonon is látszik, a visszaesés üteme egyáltalán nem lassult, és a jobb novemberrel szemben az év legnagyobb csökkenését éppen a megelőző, októberi hónapban tapasztaltuk, 67%-ot meghaladó mértékben.



forrás: BÉT

Az egy napra jutó forgalmi adatokat vizsgálva is hasonló következtetésekre juthatunk. Míg a JDLV –ben tett előrejelzés az egy napra jutó átlagos forgalom értéke csak 40%-os csökkenést mutatott az év elején, és az egyszeresen számított napi forgalom éppen csak meghaladta a 8 milliárd forintot, addig az éves adatok ismeretében a csökkenés még nagyobb mértékű, mert ez is megközelítette a 60%-ot. Éppen ezért az egyszeresen számított napi átlagos forgalom 2001-ben csak az 5,5 milliárd forintot tudta meghaladni. A 2002. évre vonatkozóan, változatlan körülmények esetén a forgalom további csökkenését, éves szinten további mintegy 10-20%-os visszaesést várunk, mely a havi bontású adatok tekintetében az év elején lesz erőteljesebb, mintegy 20-30%-os, majd a második félévben már inkább stagnálás körüli adatok várhatók. Az év első felében a választások miatti természetes befektető kivárás hatása is negatív lesz. A választásokat követően elindulhat a forgalom további növekedése.

a tőzsdére bevezetett részvények száma

A BÉT-en kereskedett részvények száma nem csak a világ vezető tőzsdéivel összehasonlítva, de a régió belül is megdöbbentően kevés. A tőzsde alapvető problémája pedig éppen a termékek hiányában keresendő, hiszen nem kellene félni a kivezetések miatt kieső forgalomtól, ha azt ellensúlyozni tudnák az új bevezetések.



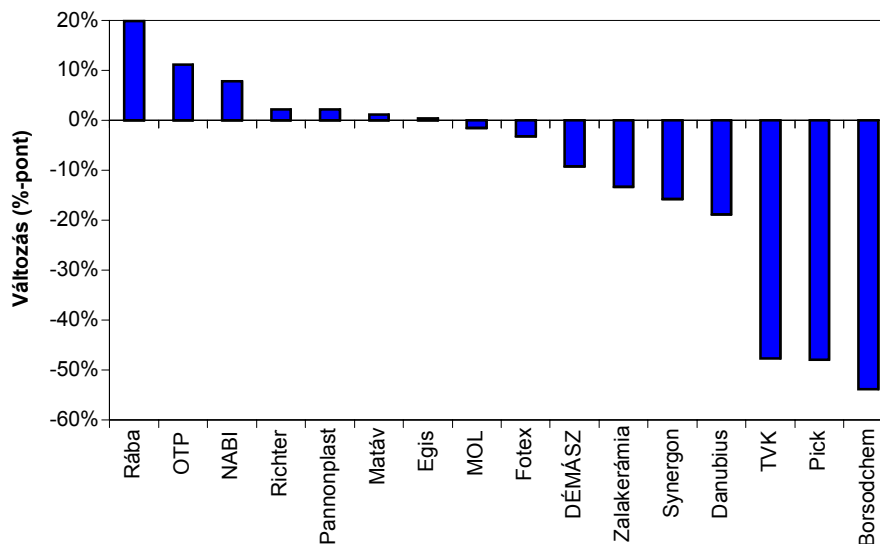
forrás: BÉT

A tőzsdén kereskedett részvények száma az 1999. évi 66-ról 2001 végére 56-ra csökkent. Blue chip papírok kivezetésére 2001-ben nem került sor, de túl vagyunk mind a TVK, mind a Borsodchem részvények esetén a tulajdonosok által tett vételi ajánlaton, amely egyértelműen a későbbi kivezetést célozza, és ezt a szándékát az ajánlattevő az ajánlatban meg is fogalmazta. A BÉT az eddigi kivezetéseket jelentéktelennek minősítette, mivel a forgalomnak csak csekély részét adták a kivezetett papírok, ám a BUX indexben sokáig szereplő további két közepes méretű és forgalmú részvényére 2001 végén ajánlatot tett a fő tulajdonos. A Graboplast éppen csak kikerült szeptember végén az indexből, amikor a sikeres ajánlatot követően a tulajdonos élt a kizorítás törvényben biztosított jogával, így a társaságot ki is vezették. A Pick részvényeire tett vételi ajánlat januárra várható sikere után, ha az ajánlattevő szintén kizoríthat, ami a BÉT-nek is komoly gondot fog okozni. Ekkor a március végi felülvizsgálat előtt hozzá kell nyúlni a BUX indexet alkotó részvényekhez, amelyre eddig nem volt példa. Jól mutatja a részvények számának erodálódását, és a jövő bizonytalanságát, hogy a BÉT Index Bizottsága javaslatára a Tőzsdetanács az említett szeptember végi indexfelülvizsgálatkor 5 társaságot volt kénytelen írásban figyelmeztetni, hogy a körülmények változatlansága esetén márciusban törölni kell az adott részvényeket a BUX indexből, mivel ezen papírok már a saját indexbekerülési kritériumoknak sem felelnek meg. Ha ez megtörténne, az a sajátos helyzet fordulhat elő, hogy a jövő év végére az elméletileg akár 25 részvényt is magában foglaló BUX indexet mindössze 12 részvényt tartalmazó sorozat fogja alkotni, amely a hatékony diverzifikáció határát jelenti. Ennek következtében a 2002. év végére új bevezetések hiányában a tőzsdén kereskedett részvények száma 50 alá, azaz az 1996. évi szint közelébe csökkenhet.

- **a BUX indexbe tartozó részvények közkézhányadának változása**

Egy adott részvénynek a piaci szereplők szempontjából történő fontosságának mérésére a kapitalizáció nem a legszerencsésebb mérőszám. Gyakran egy stratégiai befektető jelenléte a társaságban olyan nagy mértékű, hogy a részvény a nagy kapitalizáció ellenére jelentéktelenné vagy csekély jelentőségűvé válik a tőkepiaci szereplők számára. A társaság tőkéjének azt a részét, amely nem egy stratégiai vagy nem egy nagyobb részvénycsomagot hosszú távon megtartó intézményi befektető vagy az állam kezében van, közkézhányadnak nevezzük. A magyar piacon a tipikusan alacsony közkézhányaddal rendelkező részvények az áramszolgáltatók, melyek nagy kapitalizációjuk ellenére a DÉMÁSZ-tól eltekintve elhanyagolható szerepet játszanak a BÉT életében, és magas közkézhányadú a stratégiai befektetők nélkül működő OTP és a Richter. Az a tapasztalat, hogy hasonló kapitalizációjú cégek közül a magasabb közkézhányadúnak van nagyobb fogalma, ezért a közkézhányadok alakulásának vizsgálata még a kevés termékkel rendelkező piacokról alkotott képet is tovább árnyalja. Mivel a BUX index súlyozása – a világ vezető értékpapírpiacait is megelőzve – 1999 óta a közkézhányadok figyelembe vételével történik, ezért az indexet alkotó papírokról megbízható adatsor áll rendelkezésre.

a közkézhányadok változása 1999. szeptember - 2001. szeptember

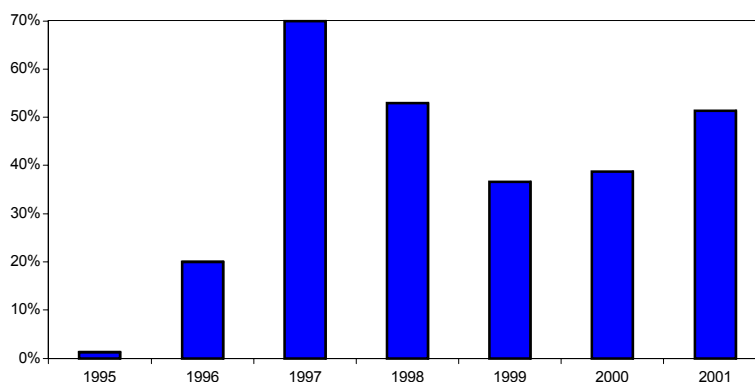


Mint a grafikon alapján láthatjuk, 16 olyan részvény található jelenleg a BUX indexben, amely már 1999. szeptemberben is indextag volt. A kétéves periódus alatt 6 részvénynek 10 százalékpontnál nagyobb mértékben csökkent, és mindössze kettőnek nőtt 10%-nál nagyobb mértékben a közkézhányada. Ráadásul három papír már a szeptemberi felülvizsgálat során 50 százalékpontos visszaesést mutatott, és ez a következő felülvizsgálatra tovább fog romlani az ezen részvényekre tett vételi ajánlatok miatt. A közkézhányadok csökkenésének üteme 2000. szeptember óta valóban felgyorsult, ugyanis ebben az egyéves periódusban a 16 részvényből már 11-nek csökkent a közkézhányada. Megállapítható, hogy a BÉT-en nem csak az új bevezetések hiánya és a kivezetések növekvő száma okoz problémát, hanem a tőzsdén maradó társaságok részvényeibe is egyre kevesebb piaci szereplő fektet, melyet a közkézhányadok csökkenése igazol.

a határidős piac forgalmának alakulása

A tőzsdék „egészségi állapotának” hasznos fokmérője a származékos piacok fejlettsége. A jól működő piacokon, a sok terméknek és a számos piaci szereplőnek köszönhetően virágzanak a származékok. Ezzel szemben a visszaeső, visszaszoruló piacokon a származékok sorvadása következik be először. A Budapesti Értéktőzsdén jelenleg ellentmondásos képet látunk. A 2000-ben újtárra indított opciós piac a biztató kezdés után teljesen elsorvadt, március óta nem született üzlet e szegmensben. A már 1995 óta létező határidős piac a korábbi virágzást követően szintén megszenvedte a tőzsde hanyatlását, mely elsősorban a legnagyobb forgalmú részvényalapú kontraktus, a BUX forgalmi adatain látható. Ellenben az egyedi határidős részvényalapú kontraktusok – melyek bevezetésével a BÉT megelőzte a világ vezető piacait – forgalma alig csökkent.

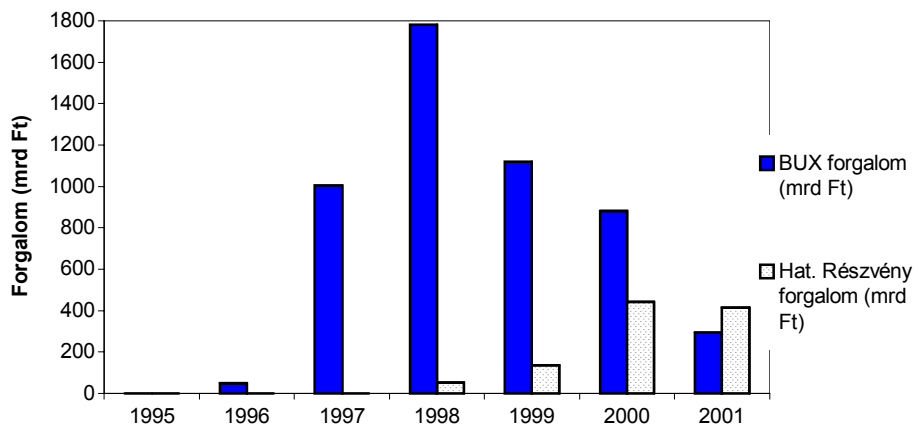
a részvényalapú határidős termékek forgalma az azonnali részvényforgalomhoz képest



forrás: BÉT

A határidős ügyletek jelentősége – szinte kizárólag az egyedi részvényhatáridős kontraktusoknak köszönhetően – tovább emelkedett 2001-ben, és a származékos piac hét éves történetének második-harmadik legjobb évét zárja ebből a szempontból, az elektronikus kereskedelemre való áttérés óta pedig a 2001. évi a legmagasabb érték. A következő grafikonból is megállapítható, a 2001. évben erőteljes átrendeződés ment végbe a határidős piacon. Megszűnt, sőt, eltűnt a határidős BUX kontraktusok dominanciája, és az egyedi határidős részvény kontraktusok kerültek előtérbe. A BUX kontraktus forgalma 67%-kal maradt el a már amúgy is erőteljes csökkenést mutató 2000. évtől. A csökkenés mértéke nagyobb, mint az azonnali piac visszaesése. A JDLV szerint „a napi átlagos forgalom nem fogja elérni a 2 mrd Ft-ot”, mely várakozás igazolódtott, hiszen a forgalom alig 1,2 mrd Ft-ot tett ki, amely 1996 óta nem látott alacsony érték.

a határidős BUX és részvény kontraktusok forgalma árfolyamértéken

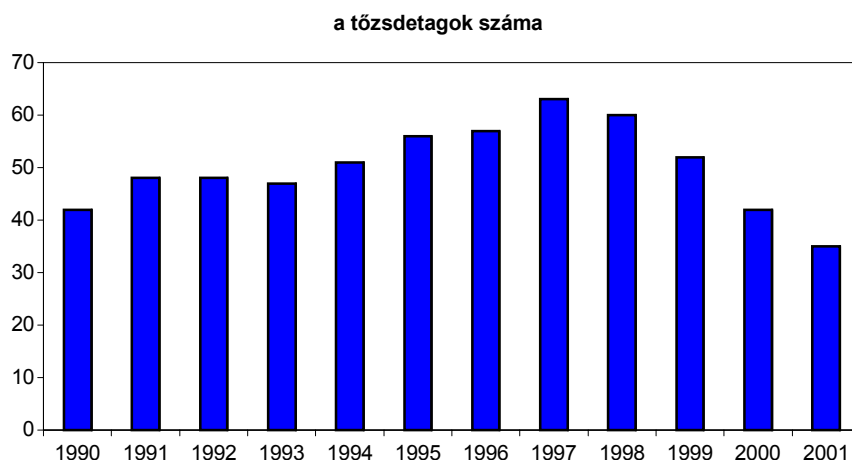


forrás: BÉT

Jó eredmény, hogy az egyedi részvény kontraktusok forgalma azonban csupán mintegy 5%-kal csökkent annak ellenére, hogy az év első két hónapjában már 28%-os volt a lemaradás. Egyrészt a tőzsde bevezetett új egyedi részvényalapú kontraktusokat, melyekben a várakozásoknak megfelelően ugyan nem volt kimagasló a forgalom, de folyamatosan születtek üzletek. Másrészt, a JDLV-ben kifejtett módszer alapján a piacon korábban alkalmazott lombardhitel vagy halasztott fizetés igénybe vételén alapuló pozíciók határidős ügyletekké alakultak. Az egyedi részvényügyletek átvették a vezető szerepet az egyébként lényegesen likvidebbnek tekintett BUX-tól.

a tőzsdetagok számának alakulása

A tőzsdetagok számának csökkenése két évvel hamarabb megkezdődött, mint a bevezetett részvények számának visszaesése. A legtöbb tőzsdetaggal 1997 végén, a legtöbb részvennyel 1999 végén találkozhattunk. A piaci résztvevők számának alakulása szintén jól mutatja egy tőzsde jelenének és kilátásainak változását.



forrás: BÉT

2001 végén 35 tagja volt a BÉT-nek, amely tőzsdetörténeti minimum. Ráadásul a megmaradó tagokon belül is zajlott átrendeződés a bankok javára. Minden tőzsdetagságát megszüntető cég bróker cég volt, és a tagok immár több mint 1/5-e bank. Egyértelműnek látszik továbbá, hogy a tőzsdetagok számának visszaesése 2002-ben sem fog megállni, a koncentráció tovább folytatódik. További banki háttérű bróker cégek beolvadása is meg fog történni, többek között a Hanwha Bank bróker cégénél vagy a Takarékszövetkezetnél van erre esély. A bankba olvadási folyamatot egyértelműen gyorsítani fogja a Felügyeletnek fizetendő díjak „plafonjának” eltörlése, mivel a bank és a saját bróker cég közötti állampapír forgalom az előzetes számítások szerint több tízmillió forintos további terhet fog róni a társaságokra. A felügyeleti díjak rendszerének módosítása egyébként is elsősorban nem a részvény, hanem az állampapír és a határidős deviza piacot fogja sújtani 2002-től kezdve. Várakozásunk szerint 2002 végére a tőzsdének legfeljebb 30 tagja lesz, melyből legfeljebb 20 lesz önálló bróker cég, és a tagok több mint 1/3-a vagy akár a fele már bank lesz.

a tőzsdetagok jövedelmezőségének alakulása

A tőzsdén kereskedő társaságok nyereségének és díjbevételeinek alakulása e tanulmány szempontjából azért is lényeges, mert e társaságok jól működő tőkepiac esetén a nyereségükből nagy összegű nyereségadót fizetnek valamint több ezer munkavállalónak kínálnak munkahelyet.

Mivel a kereskedelmi bankok árbevételein belül nehéz elkülöníteni a befektetési banki tevékenységből származó összegeket, ezért egyre fogyatkozó számú bróker cég vizsgálatának van értelme. Míg az év elején (a JDLV elkészítésekor) még 29 bróker céget találtunk, aki aktív volt a piacon és nyilvánosságra is hozta 1999 óta a jelentéseit, addig 2001. harmadik negyedévének végén ugyanezen cégek közül már csak 18 vállalta a nyilvánosságot. A tőzsdetagságot és/vagy a nyilvános adatszolgáltatást azok a cégek szüntették meg, akik már a korábbi években is kisebb megtérüléssel működtek, mint a

megmaradó társaságok. A 2000. évben a mai is adatot szolgáltatók 35,1 mrd Ft-ot saját tőkéjére 10,1 mrd Ft bizományosi díjbevételt és 4,8 mrd Ft adózás utáni eredményt értek el. A 11 adatot ma már nem szolgáltató cég 10,5 mrd Ft-os saját tőke mellett 3,6 mrd Ft-os díjbevételt és 0,8 mrd Ft adózás utáni eredményt jelentett, azaz a 18 tagú csoport megtérülése 13,6%, a 11 tagú csoporté pedig 7,4% volt. Ennek alapján a 11 tagú csoportban hamarabb kezd el a veszteség növekedni, ami működésük megalapozottságát is megkérdőjelezte, így valószínűleg a 11 tagú csoportból legalább 9-10 cég veszteséget jelentett volna a 2001. évben.

A 18 ma is adatot szolgáltató cég saját tőkéje gyakorlatilag nem változott. Az év első kilenc hónapja után 4,1 mrd Ft bizományosi díjbevételt és 0,9 mrd Ft adózás utáni eredményt értek el, amely időarányosan 3,3%-os megtérülésnek felel meg. A jó hír tulajdonképpen az, hogy a cégek összességében még nyereségesek: a 18 tagú csoportból 2001. III. negyedét követően csupán 8 tudott nyereségről beszámolni, míg 10 cég veszteséget jelentett, ami megfelel a korábbi várakozásoknak. A rossz azonban az, hogy több mint 1,5 mrd Ft adó utáni eredmény két olyan cégnél keletkezett, akik jellemzően biztosítási konstrukciókkal és kötvénykibocsátásokkal foglalkoznak, amelyet jól mutat, hogy bizományosi díjbevételük összesen nem éri el a 0,082 mrd Ft-ot. A 18 tagú csoport eredménye ezzel együtt is várhatóan alig fogja meghaladni év végén az 1 milliárd forintot, így még a rossz 2000-es évhez képest is csaknem 5 milliárd forintos nyereség tűnt el, és annak csaknem 1 milliárd forintos elmaradt társasági adó befizetése hiányozni fog a költségvetésből.

A brókercégek 2002-ben is folytatódó banki beolvasztásai miatt sajnos egyre nehezebbé fog válni a befektetési szolgáltatói tevékenység eredményének pontos nyomon követése, de előrejelzésünk szerint a várt 10-20%-os forgalomcsökkenés és az infláció miatt emelkedő fix költségek hatására még a két, elsősorban nem bizományosi díjbevételből élő cég eredményével együtt is a 18 tagú csoport veszteséget fog jelenteni (jelentene) 2002-ben. Ez pedig további költségcsökkentést, és munkahelyek további megszűnését eredményezi a befektetési szolgáltatói szektorban, ahol becslésünk szerint már 2001-re is mintegy 500-1000 fővel csökkent az álláshelyek száma. A megtérülés újabb elmaradása pedig további társaságoknak a tevékenységgel való felhagyását eredményezheti, melyet 2002-ben a 18 tagú csoportból 4-5 esetben tartunk reálisnak.

a közép-kelet-európai tőzsdék főbb forgalmi adatai

A régió teljes részvénykapitalizációja közel megduplázódott 1996 és 2000 között.

részvények piaci kapitalizációja (millió euró)

	1996	1997	1998	1999	2000
Ausztria	25 980	32 841	29 047	32 100	31 198
Csehország	13 841	14 144	11 783	13 619	12 601
Horvátország	2 254	3 661	2 500	2 630	3 034
Lengyelország	5 985	10 914	18 065	30 776	32 389
Magyarország	3 358	12 045	11 895	16 325	13 367
Szlovákia	4 283	4 283	3 536	3 509	3 604
Szlovénia	575	1 454	2 223	2 607	3 245
Összesen	57 420	81 428	82 501	107 446	105 627

forrás: tőzsdei éves jelentések.

A fenti táblázat tanúsága szerint 1996 és 2000 között a varsói tőzsdén jegyzett részvények piaci kapitalizációja nőtt a legnagyobb mértékben, 7 milliárd euróról 32 milliárd euróra, maga mögé utasítva a korábban vezető bécsi tőzsdét is. A budapesti és a ljubljanoi tőzsde részvénykapitalizációja szintén megtöbbszöröződött ebben az időszakban. Ezzel szemben Bécsben és Zágrábban jóval szerényebb mértékű volt a kapitalizáció növekedése, sőt Pozsonyban és Prágában nominális csökkenés következett be.

részvények forgalma (millió euró)

	1996	1997	1998	1999	2000
Ausztria	16 327	22 392	30 277	21 812	20 785
Csehország	7 256	7 107	4 971	4 726	7 688
Horvátország		419	171	144	418
Lengyelország	7 455	13 053	15 546	22 188	42 169
Magyarország	1 932	11 314	27 257	27 028	26 916
Szlovákia	1 934	1 924	867	471	584
Szlovénia	617	806	1 231	1 550	1 337
összesen	35 842	58 887	82 984	81 762	107 589

forrás: tőzsdei éves jelentések.

A régió teljes részvényforgalma 1996 és 2000 között közel háromszorosára emelkedett.

A budapesti részvényforgalom 2000-ben több mint 13-szorosa volt az 1996-osnak, ezzel a budapesti tőzsde a leggyorsabb ütemű forgalomnövekedést produkálta a régióban. A részvényforgalom értékét tekintve maga mögé utasította a bécsi tőzsdét is. Ennek ellenére 2000-ben a varsói tőzsde bonyolította a legnagyobb részvényforgalmat, ami elsősorban a 2000. évben bekövetkezett közel 100%-os növekedés eredménye volt.

Ljubljanában a részvényforgalom megduplázódott 1996 és 2000 között, míg Bécsben és Prágában csupán kisebb mértékű emelkedés volt megfigyelhető. Zágrábban 2000-ben a részvényforgalom megegyezett az 1996-os értékkel, ugyanakkor Szlovákiában jelentős mértékű nominális csökkenés volt megfigyelhető.

A részvények kapitalizációhoz viszonyított forgalma 2000-ben Budapesten volt a legmagasabb, az 1996 óta bekövetkezett mintegy 4-szeres emelkedésnek köszönhetően. Varsóban, Bécsben, Prágában és Zágrábban a részvények forgási sebessége nem változott jelentős mértékben, azonban Pozsonyban jelentős, több mint 60%-os esés következett be.

részvények forgási sebessége

	1996	1997	1998	1999	2000
Magyarország	58%	94%	229%	166%	201%
Lengyelország	125%	120%	86%	72%	130%
Ausztria	63%	68%	104%	68%	67%
Csehország	52%	50%	42%	35%	61%
Szlovénia	107%	55%	55%	59%	41%
Szlovákia	45%	45%	25%	13%	16%
Horvátország		11%	7%	5%	14%
összesen	62%	72%	101%	76%	102%

Figyelemre méltó, hogy a forgási sebesség szórása Budapesten volt a legmagasabb, 59%-os. A többi tőzsdén 3% és 19% között alakult a szórás mértéke. A régió egészében több mint másfélszeresére nőtt a részvények forgási sebessége 1996 és 2000 között.

származékos forgalom (millió euró)

	1996	1997	1998	1999	2000
Lengyelország			179	1 896	17 431
Ausztria	54 048	53 289	44 187	19 448	14 132
Magyarország	1 504	11 153	23 115	10 156	10 663
Horvátország					
Csehország					
Szlovákia					
Szlovénia					
összesen	55 552	64 442	67 481	31 500	42 226

forrás: tőzsdei éves jelentések.

A határidős és opciós kereskedés tekintetében a leggyorsabban növekvő varsói piac volt a legnagyobb 2000-ben. Ezzel második helyre szorult Bécs, ahol a derivatív forgalom 1996 óta folyamatosan csökkent. Budapesten 1998-ig rohamos ütemben nőtt a derivatív forgalom, majd 1999-ben és 2000-ben jóval a csúcs alatti szinten stabilizálódott. A régió teljes derivatív forgalma 1996 és 2000 között – átmeneti emelkedést követően – egynegyedével csökkent.

források

Szűrőpróbaszerű kiválasztás alapján az alábbi piaci szereplők véleményét kérdeztük meg személyes és kisebb részben telefonos beszélgetések során. A források e kérdésben nem hivatalosan képviselik szervezeteik véleményét, de arra nagy a ráhatásuk; úgy gondoltuk, e tanulmány keretein belül ez a véleménykutatás elegendő. A névvel meg nem jelölt forrás a bevont brókercégek ügyfélkörébe tartozó, ezért ki nem adható személy ill. szervezet.

tőzsdék	elszámolóházak	felügyelet, egyéb szervek
Budapesti Értéktőzsde Pozsonyi Értéktőzsde Varsói Értéktőzsde Prágai Értéktőzsde Ljubljana Értéktőzsde Budapesti Árutőzsde Bécsi Tőzsde Newex AG Bécs, Frankfurt Deutsche Börse Euronext Párizs, Amszterdam Tallini Értéktőzsde	KELER Rt Lengyel Elszámolóház	PSZÁF Lengyel É.p.felügyelet Európai Unió: Phare / ISPA szekció, rajtuk keresztül a MEH Phare irodája Európai Unió / Phare programm
brókerek	kibocsátók	befektetők, piaci szereplők
CAIB Rt Concorde Rt Lengyel Brókerszövetség számos külföldi ügyfél	Nabi Rt OTP Bank Rt Richter Rt Primagáz Rt	Budapest Alapkezelő Forex klub Kaptár Rt több magyar régóta aktív magánbefektető további 6-8 a térségben aktív külföldi bróker, alapkezelő több, a BÉT-hez közelálló elismert szakember

▪ **cikkek, kiadványok**³²

Általánosan a témába vágó cikkek:

- Bank és Tőzsde, Business Central Europe, Euromoney, Figyelő, Financial News, Futures and Options World, Napi Gazdaság, Risk Futures Industry

Adatokat a következő helyekről merítettünk:

- Franz Schardax - Thomas Reininger: The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries: An Overview. In: Focus on Transition 1/2001.
- János Kun, Katrin Simhandl, Cezary Wójcik: Recent Economic Developments in Selected Countries. In: Focus on Transition 1/2001.
- Leszek Balcerowicz: Poland and the European Capital Market. In: Kreditwesens, 15/2001.
- Internet: a tőzsdei és tőzsdetémájú honlapok
- European Venture Capital Journal, 11/2001
- Az érintett tőzsdék kiadványai, 2000. évi éves jelentéseik, statisztikáik

³² szükség esetén a teljes és pontos listát is közöljük

Összefoglaló és kulcsszavak³³

A tanulmánynak jó összefoglalója a legelső oldali ábra.

- Az európai tőzsdei folyamatokat a 2. ábra mutatja: Amerika az örök kihívás. Európában az egységesülő, felülről jövő szabályozás irányt mutat, de kiszorítja az egyedi preferenciákat és a tőzsdei önszabályozás pozitív oldalát: a leghatékonyabb piaczavarás-szűrést. Ezt a folyamatot a szabályozóknak egyrészt követni, másrészt viszont ellensúlyozni kell
 - a tőzsdék új piaci kiterjedése, versenyhelyzete (egymással, internetes platformokkal és az internalizációval) új, kereskedelmi-szolgáltatói szemlélet bevezetését eredményezi
 - méretgazdaságosság a vezérelv; a méretnövelés nemcsak a piacszerzés, hanem a biztos túlélés egyik eszköze
 - további feltételek: a könnyen alkalmazható (nyitott architektúrájú) rendszerek és a legtöbb új piachoz való hozzáférést biztosító tőzsdei, elszámolóházi és szabályozási struktúrák (könnyű hozzáférés, egy csatlakozási pont)
 - *A tőzsde helyettesíthetlensége a transzparens árfolyamalakulás önérdekmentes biztosításából fakad; valamint még az alacsony hitel (leverage) kultúrájú gazdaságokban is igen fontos a tőkéhez juttatásban játszott közvetlen és szintén önérdektől mentes szerepe. Jó tőzsde alatt jó vállalatokat értünk elsősorban; ezek tőzsdére terelése terén a gazdaságpolitikának is akad bőven tennivalója*
- A tőzsdei integrációk hasonló (horizontális vagy vertikális) modellek és vezérelvek (piacszerzés, méretgazdaságosság és előremenekülés) alapján mennek végbe, mint bármely más ipari vagy szolgáltatói szektorban
 - *A nagy európai szövetségek egyelőre saját magukkal, és a még meghódítandó nagyobb régiókkal vannak elfoglalva. Közép-Kelet Európa tőzsdéinek az elmúlt két-három év alatt elszenvedett veszteségek miatt azonban most kell cselekednie*
 - K-K Európa vezető tőzsdéje a varsói. Nem elsősorban a mögöttes gazdaság méretéből fakadóan: stratégiában és szolgáltatásban a régió előtt járnak. Ezt követi a BÉT, ahol jó elszámolás és kereskedelem működik, de zárt a rendszer és nagyon lecsökkent a forgalom. Ljubljana talán gyengébb elszámolással bír, de jó a rendszerük, lényeglátó a stratégiájuk, viszont nagyon kicsi a piacuk. Prága a szabályozás miatt a legkevésbé transzparens piac, szétszabdalt a részvénytőzsdék és az elszámolásuk, és nagyon alacsony a forgalom; stratégiájuk az elvártnál jóval kevésbé lényeglátó. Pozsonyban a részvényforgalom értékelhetetlen, szabályozásuk és rendszereik elmaradnak a többi említett piactól, de nyitottabbak az együttműködésre, mint nyugati szomszédaik
 - Mindegyik tőzsde látja, hogy nincs más út, mint egy tőzsdeszövetségbe való belépés, kérdés azonban, hogy mi a jó megoldás: ha ezek a tőzsdék egyesével lépegetnek be különböző nagy tőzsdék kötelékeibe, vagy együtt próbálnak először közös platformot alakítva, nagyobb vonzerőre szert tenni
- A regionális összefogás nem végcél, de jó megvalósítás esetén kiváló belépő Európába.
 - Szinte senkiben: sem tőzsdében, piaci szereplőben, sem befektetőben nincs kétség, hogy a regionális összefogásban lennének egyébként ki nem aknázható tartalékok, de a megvalósítás olyan nehéz, hogy a hagyományos közgazdaságtani megközelítésben ez a projekt nem lenne még nullszaldós sem
 - *Vállalatfinanszírozási alapon azonban egyértelműen kiderül, hogy másképp ezen tőzsdék nem is működtethetőek gazdaságosan, csak összevontan. Márpedig a kifejtett nézetek szerint a tőzsdék is egyre inkább szolgáltatóvállalatoknak tekinthetőek, így ezen argumentum eleve döntő lehet. A tulajdonosoknak pedig az a lényeg, hogy részvényük többet érjen, és az jól eladható is legyen majd, azaz a jó „exit scenario” egyre fontosabb, nemcsak a tőzsdei vállalatok, de a tőzsde mint vállalat esetében is*
- Megítélésünk szerint ezen aspektus meggondolására és valós döntések előkészítésére egy munkacsoport létrehozása indokolt, melyet néhány érdekelt szereplőnek valóban össze kell fognia, különben a munka el fog veszni az egyeztetések útvesztőjében.

³³ Az összefoglaló nem helyettesíti az anyag elolvasását, önmagában félreértésekhez vezethet

érvek - ellenérvek összesített felsorolása

Az interjúk során leggyakrabban elhangzott érvek és ellenérvek:

Ha a három (öt) legnagyobb kelet-európai tőzsde összeáll, még mindig nem lesznek akkorák, mint Dublin. A tényekhez az is hozzátartozik, hogy ez csak a kapitalizációra igaz, sem a papírok számára, sem a forgalomra nem érvényes. De a tőzsdék külön-külön még sokkal kisebbek, tehát *amennyiben* egy behatárolható költség-, emberi erőforrás és időigényes és hatékony projektet lehet elindítani, ami hozzáadott értéket teremt az összes érintett tőzsde számára, akkor meg kell próbálni

Három beteg egy ágyban nem tesz ki egy egészségeset. Viszont három hatékonytalan piacból hamarabb lesz egy hatékony, mint három, ezt mutatja az előrejelzés

Nem fog több befektető idejönni az egységes piac miatt, mert ezek a londoni brókeren keresztül régen meg tudják kötni az összes tőzsdén az üzletet. Valóban nem várható jelentős és azonnali keresletbővülés, de ezeknek az egyesüléseknek nem is ez a fő célja; inkább a további esés elleni védekezés és a hatékony működtetés. A megkérdezett brókerek szerint azonban egy nyugati kereskedési platformon keresztül több üzletet kötnének, az intézményi befektetők pedig a jog egységesülését üdvözölnék. A belső kereslet viszont a jelenlegi minimális szintről növekedhetne: ha több a papír, több a sztori, több az információ, akkor nagyobb az érdeklődés

Felesleges időhúzás a régiózás, be kell csatlakozni egy szövetségbe minél hamarabb. A régió összes tőzsdéje már becsatlakozott volna egy nyugati integrációba, ha a partnerek tárt karokkal fogadnának. A valóság az, hogy ez is kétoldalú üzlet, és jelenleg egyik nagy integrációnak sem vagyunk stratégiai célpontja, ezért jó ajánlatot egy tőzsde sem kapott még. Viszont nagy kár lenne a sültgalambra tétlenül várni; a lehetőségeket felül kell vizsgálni

- *Egy k-k-európai tőzszeszövetség azért sem fog létrejönni, mert egyrészt, ha ez olyan jó ötlet lenne, már létrejött volna, másrészt, mert egyik nagyváros sem akarja majd a székhelyét a másikkban látni.* A tőzsdék helyzete az utóbbi 2-3 évben gyökeresen megváltozott. A szekér már nem megy magától, stratégiát kell váltani, kiutat kell keresni. Ennek a javaslatnak pont az az előnye, hogy nem esik messze a fájától, de mégis elég radikális ahhoz, hogy esetleg hatásos legyen. A székhely kérdésében már több hasonló szövetség is meg tudott egyezni, például olyan alapon, hogy ott jegyezték be, ahol ezt a legolcsóbban és leggyorsabban el lehet intézni, de olyan javaslat is elhangzott, hogy a legkisebb hely legyen a központ, vagy a földrajzilag legelőnyösebb helyen lévő
- *Mindegyik tőzsde ragaszkodik a saját kereskedési rendszeréhez, azt látja a legjobbnak, el sem tudja képzelni, hogy a másikéra áttérjen.* Ez minden ilyen szövetségnél így van. Külön-külön viszont nem tartják kizártnak, hogy egy nyugat-európai integrációban is használatos szoftverre cseréljék le a jelenlegi rendszerüket, akkor, ha ez előnyös feltételek mellett valósítható meg. Ilyen szoftvert a régióban csak a lengyelek használnak
- *Magyarországot egy kelet-európai együttműködés a leggyengébb láncszem szintjére degradálná, külső partnerek ekként kezelnék.* Ha ez így működne, akkor soha nem jönne létre egy szövetség sem. Amikor pld a helsinki megvették a tallini tőzsdét, senki nem mondta, hogy ezentúl a finnek ugyanolyan gyengék mint az észtek. Vagy amikor Görögország EU tag lett, az EU nem ment le arra a szintre, bár az átlagszámokat persze lerontották. A kölcsönösség nem mindig szimmetrikus viszony, de építeni lehet rá
- *Hogy gondolja a Pénzügyminisztérium, hogy „beleszó” a tőzsde egy magáncég stratégiájába.* A Pénzügyminisztérium nem határozhatja meg a tőzsde tennivalóit, viszont a maga területén elősegítheti a tőzsde stratégiai céljai megvalósulását. Mivel a hatóságok is folyamatosan tartják a kapcsolatot a piaci szereplőkkel, előfordulhat, hogy egy onnan jövő tőzsdfejlesztési ötletet továbbadnak. A PM-nek mint állami szervnek egyébként feladata a közérdekek védelme, és a tőzsdének fontos olyan társadalmi funkciója is van; most Nagy-Britanniában, amikor nem a londoni tőzsde vette meg a londoni határidős tőzsdét, parlamenti meghallgatásra hívták be a tőzsde vezetőségét, mert a közérdek védelmében tudni akarják a képviselők, vajon a részvénytőzsde megtett-e mindent a határidős tőzsde megszerzéséért. De tény és való, hogy ilyen javaslatok megfelelő kommunikációjához tovább kell fejleszteni a tőzsde és a hatóság közötti kommunikációt is.

tartalomjegyzék

PROLÓGUS	3
MÓDSZERTAN (MŰLEÍRÁS)	4
1. FELVONÁS: HELYZETFELMÉRÉS	5
1. SZÍN: EURÓPA	5
SZOLGÁLTATÁS ÉS TECHNOLÓGIA	7
AZ INTEGRÁCIÓ JELENLEG MŰKÖDŐ FAJTÁI	8
• az Euronext	8
• a Deutsche Börse, a Bécsi Tőzsde és a Newex.....	11
• London.....	13
• Egyéb modellek.....	13
A KÜLFÖLDI SZÖVETSÉGKERESÉS PIACI ALAPJAI.....	15
• a tőkepiac szereplőinek „piackövetése”	16
• külföldi részvények forgalma magyar befektetési szolgáltatókon keresztül.....	16
2. SZÍN: A KÖZÉP-KELET EURÓPAI RÉGIÓ	21
MADÁRTÁVLAT.....	21
• a kelet-európai tőzsdék makrogazdasági szerepe	21
• vállalatfinanszírozási tökéletlenségek	22
• 2001-es részvénypiaci forgalom a térségben.....	23
• Lengyelország példája.....	24
BÉKAPERSPEKTÍVA	25
• a Budapesti Értéktőzsde	25
• a Pozsonyi Értéktőzsde	30
• a Prágai Értéktőzsde.....	31
• a Varsói Értéktőzsde	32
• a Ljubljana-i Értéktőzsde.....	34
ÁTTEKINTÉS.....	35
3. SZÍN: A FŐ KÉRDÉS, A KIBOCSÁTÓK ÉS A BEFEKTETŐK	36
▪ brókerek.....	36
▪ nagy alapkezelők	36
▪ magánbefektetők.....	37
▪ kibocsátók.....	37
▪ tőzsdetulajdonosok	37
4. SZÍN: ÚJ TERMÉKEK ÉS MARKETING	38
II. FELVONÁS: SZÁMOK TÁNCA	39
1. SZÍN: M&A ARGUMENTUMOK	39
• árbevétel.....	40
• működési költségek	40
• operatív profit.....	41
• mérleg	42
2. SZÍN: JÖVŐKÉP	43
• piaci adatok	43
• nemzetközi összevetés	44
• pénzügyi adatok	47
▪ likviditás	49
▪ az elvi modell	50

III. FELVONÁS: VÉGGIFEJLET HELYETT JAVASLATTÉTEL	51
1. SZÍN: EGY KITŰZHETŐ CÉL	51
TŐZSDESZÖVETSÉG	52
MUNKAMENET	53
FINANSZÍROZÁSI CSATORNÁK	53
2. SZÍN: A TŐZSDE GAZDASÁGPOLITIKAI SZEREPÉNEK ESETE A GAZDASÁGPOLITIKA TŐZSDEI SZEREPVÁLLALÁSÁVAL	54
EPILOGUS	55
FÜGGELÉK	56
JELENTÉS A MAGYAR RÉSZVÉNYPIAC HELYZETÉRŐL – 2001 DECEMBER	56
A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI TŐZSDÉK FŐBB FORGALMI ADATAI	63
FORRÁSOK	65
ÖSSZEFOGLALÓ ÉS KULCSSZAVAK	66
ÉRVEK - ELLENÉRVEK ÖSSZESÍTETT FELSOROLÁSA	67