

Komáromi György

# **RÉSZVÉNYPIACI BUBORÉKOK ANATÓMIÁJA**

*Ph.D. értekezés*

**TÉZISEK**

Gazdálkodási- és Szervezéstudományok Doktori Iskola  
Veszprémi Egyetem  
2004.

## 1. Az értekezés története és a kutatás célja

Közgazdászok sokszor használják a „részvénypiaci buborék” kifejezést tőkepiaci elemzéseik alátámasztásához, múltbeli és jelenbeli események magyarázatához. A közgazdász szakmai zsargon része, egyike az érzelmi töltettel bíró színes szakmai fogalmaknak. De tulajdonképpen mi is a buborék?

Először egyetemi tanulmányaim során talákoztam a fogalommal, amelyet egyik tanárom említett a tőkepiaci ismeretekről szóló kurzus alkalmával. A 90-es évek látványos magyarországi részvénypiaci áremelkedése akkoriban velem együtt sok egyetemi hallgatót érdekelt és érintett közvetlenül is, például amikor sorban álltunk az állami vállalatok privatizációja során felajánlott részvényekért. Akkor a tőzsdével kapcsolatos technikai kérdések fontosabbnak látszottak, mint bármilyen pénzügyi elmélet, mivel úgy tűnhetett, mindenki nyerhet, aki részvényeket vásárol. Mindennaposak lettek a különböző részvénypiaci elemzések. Felszínesnek és pénzügytantól távolinak tartottam minden olyan kijelentést, hogy a „részvények nagymértékben túlértékelték, és ezután természetes a piaci korrekció” illetve üres magyarázatnak éreztem, hogy „a részvényárfolyamok buborékként felfújódtak”. Mérföldkövet jelentett a racionális befektetők egyszerűsítő, de érvényesnek tűnő feltétele mellett a hatékony piacok elméletének üzenete, hogy a részvénybefektetésem esetleges jövőbeli nyeresége pusztán csak a véletlen műve lesz. Kialakult bennem a szkepszis azokkal szemben, akik a tőzsdei nyereségét elsősorban szellemi képességeiknek tudták be. Burton Malkiel *Bolyongás a Wall Streeten* című könyve nagy hatással volt rám, és megerősített abban, hogy „tőzsdei guruk nincsenek”, a részvények jövőbeni hozamai pedig alapvetően megjósolhatatlanok. Azonban felmerültek bennem további kérdések. Hogyan és miért alakulnak ki a nagy részvénypiaci *hausse*-ok és *baisse*-ek? Vajon ezek mögött mindig kizárólag gazdasági okok húzódnak meg, vagy létezik más érvényes magyarázat is?

Egyetemistaként három könyv fokozta azon érzésemet, hogy a tanult „szigorú” pénzügyi elméletek megkerülik azt a számomra fontos kérdést: vajon mi okozza az tőzsdei árfolyamok szélsőséges emelkedését illetve azok összeomlását? André Kostolany *Tőzsdepszichológia* című könyve az emberi viselkedés irracionálisát emelte ki, illetve több hosszú telefonbeszélgetésünk alkalmával is hangsúlyozta, hogy „aki mai modern közgazdaságtant tanul, az sohasem fogja megérteni a tőzsdei árfolyamok mozgásának igazi okait”. John Kenneth Galbraith *A pénzügyi spekulációk rövid története* című satirikus esszéjében pedig történelmi példákkal támasztotta alá az emberi butaságból és önteltségből fakadó ismétlődő és kiszámítható sajátosságokat. A tőkepiac „működéséről” és a befektetői lélektanról és viselkedésről azonban John Maynard Keynes *Általános elméletének A hosszú távú várakozás állapota* című fejezete jelentette azt a tudományos alapot, amely a fenti könyveken túl legnagyobb hatással volt gondolkodásomra, valamint leginkább inspirálta a doktori tanulmányaim elkezdését, és a disszertáció megírását.

A tudományos kérdés a következő: hogyan és miért alakulnak ki és pukkannak ki a buborékok, illetve melyek a szükséges és elégséges feltételek? A szakirodalomban számtalan tanulmány foglalkozik ezekkel a kérdésekkel, a 90-es évektől pedig egyre többször találkozhattunk a tőzsdei árfolyammozgással foglalkozó tudományos illetve áltudományos cikkekkel, tanulmányokkal. A szerteágazó kutatások ellentmondó eredményei, nehezen alátámasztható következtetései azonban sokszor megkérdőjelezzik azt is, hogy egyáltalán léteznek-e buborékok, és azt sugallják, hogy a közgazdászok jobb híján

használják csak a fogalmat, mivel a mögöttes eseményről nem tudnak tudományos alapokon többet mondani.

Céлом volt, hogy rámutassak a főbb elméletek gyenge pontjaira, illetve megpróbáltam a részvénypiaci buborékok értelmezését néhány adalékkal érvényes gondolati keretbe helyezni. Az értekezésemben mindvégig arra a kérdésre kerestem a választ, mikor állíthatjuk egy részvénypiaci jelenségről, hogy buborékról van szó.

## 2. Tézisek

Az (1) – (5) tézisek a feldolgozott irodalom azon részben egymásnak is ellentmondó eredményeit elméleti foglalják össze és fogalmazzák újra, amelyek a disszertáció kiindulópontjául szolgáltak. Disszertációm célja, hogy az ellentmondásokat feloldva, a problémákat új keretbe ágyazva az eddigieknél jobb magyarázatot adjak a tőzsdei buborékok létezésére. A továbblépés gondolati esszenciáját a további tézisek adják. A (6) tézis fogalmazza meg a befektetői viselkedés és a részvénypiaci buborék kapcsolatát, valamint bemutatja a zajos kereskedés szerepét. A (7) – (9) pontok összegzik a zajos kereskedés felerősödésére utaló jelenségeket. A (10) tézis a disszertáció fő állítását fogalmazza meg, tehát megadja a részvénypiaci buborékok tipikus jellemzőit. A (11) pontban részletesen kifejtésre kerül, hogy tipikus esetekben milyen hatásuk van a részvénypiaci buborékoknak a reálgazdaságra. A (12) – (13) tézisekben két esettanulmány alapján – a németalföldi tulipánhagyma-spekuláció, és a BÉT 1996-2003 – megállapításokat fogalmazok meg. A tézisek után [ ]-ban a disszertáció kapcsolódó fejezeteire történik hivatkozás.

- (1) Árbuborék alatt a matematikai közgazdaságtan a részvények reális, azaz fundamentális érték és az aktuális árfolyam közötti eltérését érti. Ezzel szemben a verbális közgazdasági megközelítésben a buborék kifejezés általában (i) egy szélesebb értelmű gazdasági jelenségre utal, melynek során a részvények folyamatos áremelkedését a befektetők további áremelkedési várakozása fűti, és (ii) makrogazdasági következményekkel is járhat (Kindleberger-féle meghatározás). A két definíció hátterében, bár különböző kontextusban használják, mégis ugyanaz a jelenség található, hogy a részvények árai határozottan elszakadnak a gazdasági fundamentumoktól. [1. Bev.; 1.1. Bev.; 1.3. Bev.]
- (2) Egy részvény vagy részvények árfolyamának fundamentális értéktől való tartós irracionális eltávolodása (túlértékelttség) nem igazolható. Ennek részben az az oka, hogy általában egy pénzügyi eszköz fundamentális értéke illetve annak változása pontosan nem adható meg. Amikor a piacon mégis megfigyelhető, hogy egy részvény árfolyama nyilvánvalóan eltér a fundamentális értékétől (például zárt végű befektetési alapok vagy ikerrészvények esetében), akkor sem tudjuk eldönteni, hogy az adott részvény a hagyományos értelemben alul- vagy felülértékelt. [1.1.1.; 1.1.2.; 1.1.3; 1.1.5]
- (3) A laboratóriumi körülmények között végzett részvénypiaci szimulációkban, mivel a részvények jövőbeli osztalékát pontosan megadják és a kereskedésen kívül más hír nem befolyásolja az árfolyamot, közvetlenül megfigyelhető, hogy a kísérleti alanyok

vételi és eladási döntéseiből következően valóban kialakul az árbuborék. A laboratóriumi szimulációk során azonban nem tudjuk kiszűrni a kísérleti környezet torzító hatásait, bár a feltételek változtatásából annyi bizonyosan kitűnik, hogy az árbuborék nagysága alapvetően a likviditástól és az alanyok információ ellátottságától függ. [1.2]

- (4) A befektetők alapvetően egy részvényt a jövőbeni hozamai (osztalékok, árfolyamnyereség) megszerzése miatt vásárolják. A nyilvánvaló csalás vagy sikkasztás esetétől eltekintve matematikailag mindig megadhatók olyan jövőbeni osztalékok, amelyek igazolhatják a jelenbeli árfolyamot. Részvény esetében tehát jellemzően nem beszélhetünk Ponzi-finanszírozásról, amely például a hitelfelvételnél azt jelenti, hogy a jövőbeni kamatok csak újabb hitelfelvételből finanszírozhatóak. [1.1.5]
- (5) A Kindleberger-féle buborék-meghatározás nem alkalmas arra, hogy segítségével a különböző és gyakran előforduló részvénytőzsi fellendülések között közgazdasági szempontból különbséget tudjunk tenni. Meghatározásának gyenge pontja a túlzott spekulációra való hivatkozás, mivel nem adja meg a spekuláció „elfogadható” szintjét. Közgazdasági elemzésekhez nem is lenne értelme meghatározni a spekuláció egy bizonyos küszöbértékét, a buborék fogalmát másképpen kell definiálni. [1.3, Bev.; 1.3.5]
- (6) Meggyőződésem szerint a részvénytőzsi buborék kialakulását a befektetők viselkedésének alakulásából kell levezetni. Más közgazdasági indokokat azért nem veszünk figyelembe, azaz nem nézzük szerepüket a buborék kialakulásában, mert a részvényárfolyamokat alapjában véve a részvénytőzsi szereplők várakozásai alakítják (Keynes). A befektetők részvényadásvételeik során voltaképpen fogadnak a vállalat jövőbeni gazdasági kilátásait illetően. A buborék kialakulása/kidurránása a befektetők viselkedési sajátosságaira, a túlzott bizalom erősödésére vezethető vissza. Túlzott bizalomról akkor beszélünk, ha a rendelkezésre álló információk alapján a befektetőnek nem lenne érdemes kereskednie, de ennek ellenére mégis kereskedik. Ekkor a befektető tudásillúzióba esik, amelyet a nyilvános és magán információ mennyiségének növekedése, illetve a részvény értékeléséhez semmilyen módon sem kapcsolódó irreleváns információk (zajok) táplálnak. Másik megfogalmazásban, a részvénytőzsi buborékok során a zajos kereskedés intenzitása emelkedik. [1.1.3; 2. Bev. 2.1.; 2.1.1]
- (7) A zajos kereskedés felerősödésére közvetlenül utaló jelenség lehet a gazdaságpolitika aktivitásának növekedése, amely során a különböző akciók jelzésként befolyásolják, irányítják a befektetők figyelmét, amely jelzéseket azonban a befektetők késve, nem pontosan építik be a várakozásaikba. Ehhez hasonló hatása van a vállalatirányítási botrányok, visszaélésekről, korrupciónak szóló hírek számának növekedésének is, amelyeket a befektetők jelzésként értékelhetnek, más vállalatok részvényeire vonatkozó eladási hullámot indíthatnak el. [1.3; 2.2]

- (8) A tőkeáttétel egyrészt zajos kereskedést jelent, mivel az adott pénzügyi konstrukció véges volta miatt megjelenik a jövőbeni eladáskényszer, a befektetők nem a mindenki számára nyilvános piaci információk, hanem egyéni információk és egyéni kényszerek (hitel visszafizetésének határideje) alapján döntenek. Másik hatása a tőkeáttételnek, hogy növeli a likviditást. [1.3; 2.2]
- (9) A részvények fundamentálisan nem alátámasztott együttmozgása indikátora lehet a zajos kereskedésnek. Az együttmozgásnak ugyan szintén nincs „jó” vagy „elfogadható”-nak mondható küszöbértéke, de nagymértékű emelkedése, amely nem vezethető vissza gazdasági vagy piaci tényezőkre, a befektetői döntések egyirányúságát és részvényértékelések egyszerűsödését mutatja. Az együttmozgás mérésére akkor elfogadható a részvények piaci indexszel számolt átlagos determinációs hányadosa, ha egy bizonyos iparág összevethető vállalatainak részvényeit, vagy egy kisebb méretű jól körülhatárolható és összetételében kis mértékben változó piacot vizsgálunk. Ilyenkor az adott részvényeket egy „kalapba” sorolják a befektetők, és az együttmozgás mértékének emelkedése a befektetők zajos kereskedésére utal. [1.3; 2.1.2; 2.2]
- (10) Most megadjuk a befektetői viselkedés megváltozásából levezetett részvénytőkepiaci buborék jellemzőit – (i) A részvénytőkepiaci buborék kialakulása a részvények árfolyamának határozott és folyamatos emelkedésével kezdődik, amelyet rendszerint egy makrogazdasági exogén sokk vált ki. (ii) Ez a kezdeti elmozdulás pozitívan befolyásolja a jövőre vonatkozó kilátásokat. A részvénytőkepiaci forgalma megnő, amellyel párhuzamosan a zajos kereskedés növekszik. Egy ilyen fellendülést akkor nevezhetünk buboréknak, ha megnő a részvényárfolyamok nagymértékű zuhanásának – a tőzsdekrachnak – a valószínűsége. (iii) A buborék kifejezés közgazdasági súlyát az adja, ha magának a fellendülésnek, összeomlásnak makrogazdasági vagy szabályozási kihatása van. A részvénytőkepiaci instabilitásából törvényszerűen adódó fellendülések-összeomlások közül ezen tulajdonságok segítségével emeljük ki a buborékot, amely ezáltal válik közgazdasági relevanciával bíró fogalommmá. [2.2]
- (11) A tőzsdéi kereskedés alapvetően zéró összegű játék, a vagyon elosztásában játszik szerepet, de közvetett módon kihat a makrogazdaságra és a vállalatok működésére is. Egy részvénytőkepiaci buborék esetén kötelezően figyelembe kell vennünk a makrogazdasági hatásait. Negatív hatása lehet egy buboréknak a részvények árának emelkedéskor, mikor a vállalatok túlzott, nem hatékony beruházásokat finanszíroznak részvény-kibocsátásokon keresztül. Ez visszahat a jövőbeni vállalati bevételekre, pénzáramokra, és a befektetők megtakarításaik kockázatát növelheti. Jól ismert makrogazdasági hatása az árfolyam-emelkedésnek az ún. vagyonhatás. A háztartások részvényvagyonának növekedésével fogyasztásuk nő, és ezáltal emelkedhet az árszínvonal is. Mikroszinten egy buborék pozitív a hatása az, ha a fellendülés szakaszában könnyebben és az adott felkapott iparág vállalkozásai olcsóbban jutnak kvázi kockázati tőkéhez. Ennek egyik oka, hogy a befektetők döntéseiket kevesebb információra vagy zajokra alapozva hozzák meg. Ez az innováción keresztül lökést adhat a gazdaságnak. Pozitív hozadékként értékelhetjük azt is, hogy egy tőzsdekrach kikényszerítheti azokat a jogi, szabályozási

változtatásokat, amelyek hosszú távon a tőkepiac hatékonyságát növelheti. [1.3; 2.2]

- (12) A disszertáció buborék-meghatározásának tükrében az 1634 és 1637 közötti németalföldi tulipánhagyma-spekulációt nem minősíthetjük buboréknak. Egyrészt, mert az objektív elemzésekhez nem áll rendelkezésre kellő minőségű és mennyiségű adat, forrás. Ettől függetlenül azonban nem valószínűsíthetünk a spekuláció miatti makrogazdasági vagy szabályozási következményeket. [1.3.1]
- (13) A Budapesti Értéktőzsde 1995 és 2003 közötti fellendülései a fenti buborék-meghatározás szerint szintén nem tekinthető buboréknak. Bár a magyar részvénytőzsdén 1997 és 2000 között bizonyos jelenségek (együttmozgás növekedése, tőkeáttétel mértékének emelkedése) utaltak egy esetleges buborékra, de a piac kis gazdasági szerepe miatt nem beszélhetünk makrogazdasági hatásokról. Ennek egyik jele, hogy a vállalatok elenyésző mértékben vontak be tőkét részvénykibocsátás során. Másodikként megemlíthető, hogy vélhetően a Magyarországra áramló működő tőke nagyságát nem befolyásolta a vállalatok (pl. Matáv, MOL, OTP) későbbi tőzsdéi jelenléte. Erre abból következtethetünk, hogy a nagy részt külföldi tulajdonú privatizált tőzsdéi vállalatok esetében a hazai befektetők mértékelt aktivitása nem jelenthetett kockázatterítési lehetőséget a külföldi befektetők számára. [3.]

### **3. A disszertáció érvényessége és további kutatási irányok**

A disszertációban és az azt összefoglaló fenti tézisekben megpróbáltam olyan meghatározást adnia „részvénytőzsdéi buborékra”, amely a bemutatott elméletek ellenmondásait, gyenge pontjait kiszűri. A disszertációban és a tézisekben a buborék kialakulásának tipikus jellemzőit adtam meg. Véleményem szerint akkor van létjogosultsága a „buborék” kifejezés használatának, ha magának a fellendülésnek, összeomlásnak makrogazdasági vagy szabályozási kihatása is van. Ez az utolsó és talán a legfontosabb jellemző. Ennek meglétekor emeljük ki a buborékot részvénytőzsdék instabilitásából törvényszerűen adódó fellendülések-összeomlások közül, amely ezáltal válik közgazdasági relevanciával bíró fogalommal.

Részvénytőzsdéi buborékok vannak, mivel a közgazdászok használják a kifejezést bizonyos piaci jelenségekre. A disszertáció egy lehetséges választ ad arra, hogy milyen jelenségeket nevezhetünk buboréknak, milyen jelek mutathatják, hogy egy részvénytőzsdéi fellendülés „minősített esetéről” azaz buborékról beszélünk. A disszertáció válasza azonban csak egy a sok lehetséges közül, de véleményem szerint pontosabb és érvényesebb, mint az eddigiek.

A további kutatások tárgya lehet újabb nemzetközi és hazai esetek feldolgozása, és a meghatározás szemszögéből való elemzésük. Kidolgozásra vár a részvényárfolyam-együttmozgás okainak feltérképezése, valamint a probléma metodológiai hibáinak kiküszöbölése és az ilyen jellegű komparatív vizsgálatok elvégzése is.

#### 4. A szerző publikációi és előadásai az értekezés témakörében

Komáromi György [2004]: “Was there a stock market bubble in Hungary?”, *Competitio*, Vol. 3. No. 1. pp. 169-178.

Komáromi György [2003a]: “Hogyan hat a tudásillúzió a tőzsdei árfolyamokra?”, In: *PhD Konferencia Kiadvány 2003*. Gazdaságtudományi Intézet, Veszprémi Egyetem, pp. 66-72

Komáromi György [2003b]: “Befektetési döntések és a tudásillúzió”, *Competitio*, Vol. 2. No. 1. pp. 1-9.

Komáromi György [2003c]: “Pszichológiai megközelítés a pénzügyekben”, In: *Doktoranduszok a számvitel és a pénzügy területén*. Számviteli és Pénzügyi Tanszék, Szent István Egyetem, 2003. pp. 75-81.

Komáromi György [2002a]: “A hatékony piacok elméletének elméleti és gyakorlati relevanciája”, *Közgazdasági Szemle*, Vol. 49. No. 5. pp. 377-395.

Komáromi György [2002b]: “Why have the stock markets become noisier after the revolution of information and technology?”, In: *Evolutions of Institutions and the Knowledge Economy Conference Proceedings*. University of Debrecen, 2002.

Komáromi György [2000]: “Behavioral Finance-től a Pénzügyi Viselkedésig”, In: *Doktoranduszok Fóruma 2000.*, Gazdaságtudomány Kar Szekciókiadványa. Miskolci Egyetem. pp. 27-34.

Komáromi György [1999]: “A tőkepiac mint egy nem zéró összegű játék”, közgazdasági tanulmány, kézirat BKE VKI, 1999. október.

...

Komáromi György: „Anatomy of Stock Market Bubbles”  
*RESEARCH IN ECONOMICS: Aims and Methodologies, 2<sup>nd</sup> PhD Conference in Economics*  
Pavia, Olaszország, 2004. szeptember 23-25.

Komáromi György: „Why do the stock prices move together in Hungary?”  
*Summer Workshop of Central European Program in Economic Theory*, Udine, Olaszország,  
2004. június 16-18.  
*Ronald Coase Institute Workshop on Institutional Analysis*, Budapest,  
2003. szeptember 6-11.

Komáromi György: „Positive Impacts of Stock Market: Hungarian Case”  
*World Economy and European Integration: 3<sup>rd</sup> Annual Conference of European Economics and Finance Society*, Gdansk, Lengyelország, 2004. május 13-16.

# RÉSZVÉNYPIACI BUBORÉKOK ANATÓMIÁJA

*tézisek*

## Tartalom

1. Az értekezés története és a kutatás célja .....	1
2. Tézisek.....	2
3. A disszertáció érvényessége és további kutatási irányok.....	5
4. A szerző publikációi és előadásai az értekezés témakörében.....	6

### Elérhetőség:

Komaromi György

Veszprémi Egyetem, Pénzügytan tanszék (A216 szoba)  
8200 Veszprém, Egyetem u. 10.

Tel.: +36 30 619 0074

Email: [gyorgy@komaromi.net](mailto:gyorgy@komaromi.net)

Website: <http://www.komaromi.net>

*A szerző önéletrajza, publikált tanulmányai és esszéi a fenti honlapról letölthetőek.*

*A teljes disszertáció letölthető a <http://www.komaromi.net/dissert.htm> oldalról.*