ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:23 PM Page 30

Bennfentes kereskedelem

NAGY ISTVÁN[1]

Even if detection were certain, one can imagine a situation where the monopoly profits were so high – in millions of pounds – that many would opt to break the law, grab the money, have plastic surgery and disappear.
(Financial Times, 1987, február 26.)

1. Bevezetés

Számos társadalomban szabályozott a belső információval való kereskedés, és azokat a bennfenteseket, akik megszegik a törvényeket, sikkasztókként, csalókként tartják számon; ezzel ellentétben bizonyos országokban egyszerűen „ügyes befektetőkként" emlegetik őket, akik felhasználva a vállalaton belülről vagy éppen kapcsolataik segítségével szerzett titkos információkat, óriási profitra tehetnek szert.

Elítélendő-e ez a tevékenység? Igazságos-e, hogy egy személy egyszerűen a kapcsolathálójának vagy munkahelyének köszönhetően előnyhöz jusson egy átlag befektetőhöz képest? Végső soron mindenki „egyenlő eséllyel kell induljon a piacon".

A román jogszabály 2004/297-es, tőkepiacról szóló törvényének 245-ös szakaszának első bekezdése szerint:

(1) A belső információkat birtokló valamennyi személynek tilos az információkat, a pénzügyi eszközök saját vagy harmadik felek számlájára történő megszerzésére vagy elidegenítésére, illetve a megszerzésükkel vagy elidegenítésükkel kapcsolatos szándékkal felhasználniuk.[2] A hazai jogrendszerben a belső információval való kereskedés bűncselekménynek minősül, mely 6 hónaptól 5 évig terjedő börtönbüntetéssel vagy enyhébb visszaélés esetében pénzbírsággal jár.

[1] Magiszteri hallgató, BBTE, Vállalati pénzügyek szakirány.
[2] „Se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze respectivele informații pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenția de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informații se referă."

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:24 PM Page 31

2. Csaló vagy ügyes befektető?

A bennfentes kereskedelmet tiltó törvények az évek során számos vitát váltottak ki, és még mindig nincs egy általánosan elfogadott konszenzus azzal kapcsolatban, hogy hatékony-e egy ilyen jellegű szabályozás. Az egyik oldalon inkább jogi és társadalmi méltányosságra alapuló érvek állnak, míg az ellenzők főképp a piaci hatékonyságra hivatkoznak.

A címben feltett kérdésre „jó" választ adni nagyon nehéz, de tény, hogy a bennfentes kereskedelem témája főképp a fejlett gazdaságú társadalmakban nem egyszer éles vitákat váltott ki. Az utóbbi éveket vizsgálva kevés olyan eset volt, melynek során bennfentes kereskedéses gyanús ügyleteket vizsgáltak, és még kevesebb olyan, melyben konkrét bűnügyi vagy polgári büntetésre sor került volna. Az igaz, hogy ezek száma növekvő tendenciát mutat, de a bennfentes kereskedelem egyszerű törvénytelenné tétele semmiféle eredményt nem hoz, a változások csak az első bűnügyi eljárások után mutatkoznak meg.

A következő táblázatban a bennfentes kereskedelem mellett, illetve ellen szóló érveket mutatjuk be:

2.1. táblázat. A bennfentes kereskedelem engedélyezése vs. szabályozás

Szempont	Bennfentes kereskedelem ellen szóló érv	Bennfentes kereskedelem mellett szóló érv
1. Méltányosság	Mindenki egyenlő eséllyel és információval kell rendelkezzen a piacon. Az adminisztrátorok, főrészvényesek hűséggel tartoznak a cégeknek, illetve a kisrészvényeseknek.	Ez csupán utópia: a profi befektetők mindig sokkal „informáltabban" fognak a piacra lépni, mint egy átlag tőzsdei játékos, tehát információs egyenlőség soha nem alakulhat ki.
2. A tranzakció másik oldalán kereskedő személy	A bennfentesek, kihasználva információs előnyüket, igazságtalan profitra tesznek szert, a befektetők kárára.	A bennfentes direkt módon nem „árt" a befektetőknek. A befektető piacon levők jelenléte teljesen független attól, hogy az illető bennfentes kereskedik-e vagy sem, a tranzakció úgyis megesett volna.
3. Befektetői bizalom	A kisrészvényesek sokkal nagyobb bizalommal fordulnak a piac felé, ha úgy érzik, hogy garantálják nekik az információkhoz való hozzáférés egyenlőségét. A szabályozás teljes mértékű hiánya aláássa a befektetői bizalmat, más piacok felé terelve őket	Bár a szabályozás megszigorítása és a bűnügyi eljárások során mindenki felfigyelt a jelenségre, nem vehető észre komoly bizalomcsökkenés a befektetők részéről.
4. A vállalaton belüli információáramlás	A bennfentes kereskedelem árt a vállalatnak, arra ösztönözve a menedzsereket, hogy lassítsák az információáramlást a felettesek irányába.	Figyelembe véve a modern tranzakciós technológiákat, nehezen hihető, hogy ez oly mértékű időveszteséget eredményezne, mely árthatna a vállalatnak.

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:24 PM Page 32

Szempont	Bennfentes kereskedelem ellen szóló érv	Bennfentes kereskedelem mellett szóló érv
5. Személyes érdek érvényesítése a vállalat kárára	A bennfentesek jelentős haszonra tehetnek szert, közben aláásva a vállalat érdekeit. A menedzserek rizikósabb projekteket választanak, komoly profitot realizálhatnak; ha sikertelen a próbálkozás, a következményeket a részvényesek viselik. Még veszteség esetén is lehetőséget nyújt a menedzsment számára, hogy profitot érjen el határidős eladással.	Mivel a menedzserek alapjában véve rizikókerülőek, ez ellensúlyként hat, hogy ne válasszanak alacsonyabb rizikójú projekteket, mint amilyeneket a részvényesek preferálnának. Kikerülhető megfelelő szolgálati szerződések kötésével.
6. Piaci manipuláció	Az árfolyamok manipulációja direkt módon károsítja a befektetőket. A részvényárfolyamok manipulációja egy újabb potenciális következménye a bennfentes kereskedelemnek.	A piaci manipuláció nem egyezik meg a bennfentes kereskedelem fogalmával. A manipuláció során az árfolyamok eltávolodnak a valós értéktől, csökkentve a piac hatékonyságát; ezzel ellentétben a bennfentes kereskedelem közelíti az árfolyamot a valós értékhez és növeli a hatékonyságot.
7. A vállalat hírneve	A bennfentes kereskedelem rossz fénybe helyezheti a vállalatot, károsítva a részvényeseket és aláásva a befektetők bizalmát.	A társaság hírnevére és részvényeire való hatás minimális, amíg a befektetők nagy nehézségek árán tudják felismerni azon vállalatokat, melyekben valóban létezik bennfentes kereskedelem.
8. Vállalati tulajdon jogtalan eltulajdonítása	A szabadalmakhoz hasonlóan a bizalmas információ is védve kellene legyen. A vállalat és bennfentes közül az értékes belső információ a vállalat tulajdona és nem a bennfentesé.	Nincs egy általánosan elfogadott elmélet, hogy egy ötlet, találmány, információ veszít-e az értékéből, s ha igen, akkor mennyit.
9. A szabályozás hatékonysága	A törvény szigorúsága, illetve a bennfentesek által realizált profit közt fordított kapcsolat van. A megfelelő jogi szabályozás kialakítása, a törvények szigorú betartása és a csalások felfedése segítségével elérhető a kívánt hatás.	A törvényellenesség nehezen felfedhető és még nehezebben bizonyítható Ha a szabályozás nem megfelelő, a törvények ritkán hajtódnak végre vagy nem elég szigorúak, a szabályozás fordított hatást vált ki: az esetleges büntetések veszélye visszatart egyeseket a törvény megszegésétől, így az a néhány bennfentes, aki mégis megszegi a törvényt, az eddiginél még magasabb profitban reménykedhet.
10. A piac hatékonysága	A méltányosság teljes hiányához vezet. A hatékonyság nem egy elég erős érv az alapvető társadalmi értékek figyelmen kívül hagyásához	A bennfentes információval való kereskedés a leghatékonyabb módszer az információnak az árfolyamba való minél gyorsabb beépülésére.

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 33

Szempont	Bennfentes kereskedelem ellen szóló érv	Bennfentes kereskedelem mellett szóló érv
11. Vállalkozók anyagi juttatása	A vállalkozó jövedelmét nem a vállalathoz való hozzájárulása fogja meghatározni, hanem a vagyona. Számos bennfentes kereskedhet az információval anélkül, hogy hozzájárult volna a létrehozásához.	Az IT-ből származó jövedelem nem más, mint a bennfentes méltó jutalmazása (pozitív információ esetén), hiszen a pozitív eredmény neki is köszönhető.
12. A bennfentes kereskedelem lefedése	Ez nem jelenti azt, hogy az insider tradinget is legálissá kell tenni, hisz így egy kisebb méltánytalanság helyett egy nagyobb méltánytalanságnak ad helyet a törvényhozó.	A törvény megyező eseteket különbözőképp tárgyal: a bennfentes kereskedéseknek csak felét bünteti (a belső információ felhasználása nem csak az insider trading formájában valósulhat meg, hanem insider abstentionként is).
13. A szabályozás végrehajtója	Az állam beavatkozása feltétlenül szükséges egy megfelelő ellenőrzési rendszer fenntartása érdekében.	Minden vállalat maga kellene eldöntse, hogy a saját insiderjeinek megtiltja-e vagy sem a vállalat értékpapírjaival való kereskedést.

3. A bennfentes kereskedelem vizsgálata a bukaresti értéktőzsdén

3.1. A vizsgált vállalatok és események meghatározása

A munkám következő részében a Bukaresti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok egy csoportján végzett kutatásom eredményeit fogom bemutatni. Az elemzéshez az 5 pénzügyi befektetési társaság értékpapírjait (SIF1, SIF2, SIF3, SIF4, SIF5) és 3 első kategóriába eső részvényt választottam (ALRO, BRD, PETROM), ugyanis a többi kategóriában szereplő részvények likviditása elég alacsony, így egy kismértékű tranzakció is jelentős árfolyamváltozásokat eredményezhet, ezáltal torzítva az elemzésem eredményeit.

A vizsgált periódus 2004 februárjától 2006 márciusáig terjed. Első lépésként erre az intervallumra megvizsgáltam a záróárfolyamok alapján a kiválasztott részvényeimnek a napi hozamát.

A bennfentes információk alapján való kereskedés akkor következik be, amikor a vállalat fontos információkat tesz nyilvánossá, melyek befolyásolják a befektetők döntéseit. A nyilvánossá válás előtti fokozott kereskedelem, illetve árfolyam-ingadozás bennfentes tevékenységre utal, és vizsgálatom során erre próbálok fényt deríteni. Alapvetően kétféle bejelentés hatását vizsgáltam a kiválasztott részvényekre: az osztalékfizetést és osztalékrészvények kibocsátását (azért választottam ezeket az eseményeket, mert ezek egy megfelelően széles vizsgálati bázist jelentenek).[3]

[3] Fejlettebb országokban a bennfentes kereskedelem foként a felvásárlásokkal, illetve fúziókkal kapcsolható össze, azonban a román értéktőzsdén ez még nem egy elterjedt jelenség.

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 34

Az osztalékrészvények kibocsátásának, valamint az osztalék bejelentésének dátumát a Bukaresti Értéktőzsde, illetve egy brókercég információi alapján határoztam meg.

3.2. Az elemzés módszere

Az osztalékfizetés és az osztalékrészvények kibocsátásának hatását a részvényárfolyamra az *eseménytanulmány módszerének (event study)* felhasználásával vizsgálom. A pénzügyi kutatásokban alkalmazott eseménytanulmány módszere alapötlete a múltbeli események alapján várt (becsült) és a tényleges hozamok összevetése. A tényleges és a várt hozamok különbségeként *abnormális hozam* keletkezik, mely a piaci reakcióval kapcsolatban enged meg következtetéseket levonni.

Az abnormális hozam számszerűsítése az alfa és beta, illetve a részvény és piaci portfólió megfigyelt hozamai alapján:

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} ,$$

ahol *i* az *i*-edik részvényt, *t* pedig az adott időperiódust jelenti.

A null-hipotézis szerint az AR egy normális eloszlású statisztikai változó, és várható értéke nulla. Ez a módszer főként a piaci reakciót vizsgáló elemzésekben használható, s így lehetőség nyílik egyes események piaci megítélésének a vizsgálatára.

A vizsgálat során a következő lépéseket kell megtegyük:

– a vizsgált esemény és az eseményablak azonosítása;

– a normális hozamok becslése az esemény bekövetkezése előtti periódusban a lineáris regressziófüggvény segítségével;

– az abnormális hozamok kiszámítása a valódi és a becsült hozamok alapján.

Bár közel sem mondható tökéletes módszernek, az abnormális hozam és egyben a bennfentes kereskedelem mérésére használt leggyakoribb modell a Tőkepiaci Árfolyamok Modellje (CAPM). A modell egyik alappillére az egyedi és a piaci kockázat elkülönítése. A fő különbség a két tényező közt az, hogy az egyedi kockázat eliminálható, míg a piaci kockázat nem. Ennek a fő oka az, hogy egy portfólióba több részvényt választva, kiegyenlíthetjük az egyes részvények kilengéseit, azonban a részvényhozamok bizonyos mértékű együttmozgása a piaci kockázatot kiküszöbölhetetlenné teszi.

A modellnek tehát két fő tényezője van: az „eltüntethetetlen” piaci kockázat és az egyedi kockázat, mely diverzifikációval kiküszöbölhető. A CAPM lineáris kapcsolatot feltételez az adott részvény és a piaci portfólió megtérülései közt:

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 35

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$, ahol

m – a piaci portfólió,

á, â – az esemény bejelentése előtti periódusból származó változók,

R – a megfigyelt hozam,

i – a részvény,

å – a becslési hiba (zérus várható értékű).

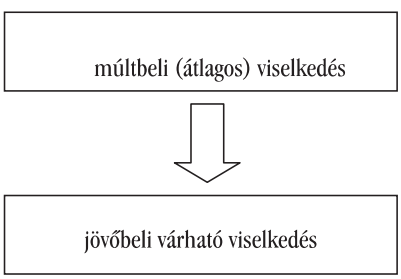
A béta stabilitásának fontossága: Ahhoz, hogy a piac kockázati szintje mérhető legyen, a képletnek tartalmaznia kell az â mutatót. Ez az egyedi részvény hozamának változását viszonyítja a piaci hozam változásához, és megmutatja, hogy a piac hozamának egységnyi elmozdulása mekkora változást eredményezett az adott értékpapír hozamában.

Ezek alapján:

- $\beta = 1$ (ha a piaci hozam 1%-os változására az adott részvény ugyanolyan előjelű 1%-os elmozdulással reagál);
- $\beta = -1$ (ha a piaci hozam 1%-os változására az adott részvény ellentétes előjelű 1%-os elmozdulással reagál);
- $\beta = 0$ (ha a piaci hozam változása nem befolyásolja a részvény hozamát).

A béta stabilitásának nagyon nagy jelentősége van, ugyanis ha egy értékpapír bétája időről időre jelentősen változna, a CAPM-modell gyakorlatilag használhatatlanná válna, a múlt szabályai nem lennének használhatók a jövő becslésére. A béták általában viszonylag stabilak, egy-egy üzletág bétája annak stabil jellemzője, és lényegében, bár egyetértés van abban, hogy a többfaktoros modellek jobb eredményeket adnak, a CAPM egyszerűségéhez képest meglepően hűen írja le a valóságot.

Összefoglalva, ha a béták stabilak, akkor a múltbeli (átlagos) viselkedés alapján előrejelezhető a jövőbeli várható viselkedés.



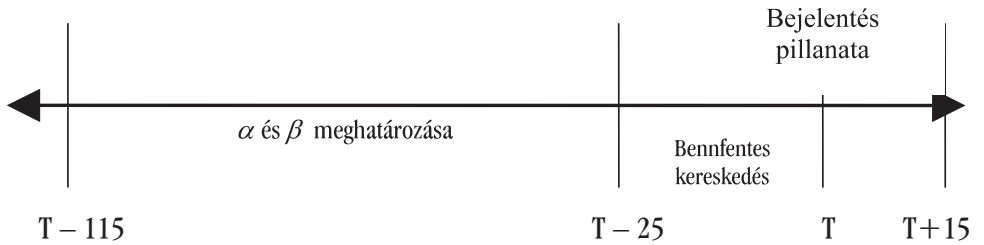
3.1. ábra. A CAPM működése

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 36

3.3. Az eseményablak definiálása

A várt hozamot a t–115. naptól a t–25. napig tartó becslési periódusban állítom elő, ezen adatok alapján határozom meg a regressziófüggvényt, az alfát, illetve bétát.

A t–25-től a t+15-ig terjedő periódusban az abnormális hozamokat fogom kiszámítani[4] az elvárt, illetve a realizált hozam alapján, ha a t-edik napon a vizsgált esemény bejelentésére kerül sor.



3. 2. ábra. A vizsgálat időrendi beosztása

3.4. A normális hozamok becslése

A várt hozamok becslését a *CAPM* alkalmazásával végzem, vagyis egy konkrét részvény hozamát egy lineáris regressziófüggvénnyel becsülöm meg, a piaci átlagos hozam figyelembevételével.

Első fázisban kiszámítottam a napi hozamokat:

$$i.\ nap\ hozama = \ln\left(\frac{p_i}{p_{i-1}}\right),$$ majd az index és az árfolyam napi hozamaira kiszámítottam a regressziós függvényt.

3.5. Az abnormális hozamok számítása

Ismerve az alfa és béta paramétereket, a múltbeli események alapján előrevetíthető az eseményablakra a várható hozam, majd ezt összehasonlítva a valódi hozammal, megkapjuk az abnormális hozamot.

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

– Ha az *AR* értékek pozitívak, akkor a ténylegesen kialakuló hozamok magasabbak a várt hozamoknál, ami egy „meglepetésről", egy előre nem várt eseményről árulkodik. Ez természetesen azt jelenti, hogy a befektetők az eseményt a vállalat értéke szempontjából pozitív hatásúnak vélik.

[4] A *t–25*-től a *t+15*-ig terjedő periódus lesz *az eseményablakom.*

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 37

– Negatív *AR*-ről ellenkező irányú befektetői észlelés, várakozás mondható el.

– Ha az AR nullával egyenlő, azt jelenti, hogy az adott esemény nem befolyásolta a befektetők piaci döntését.

Az abnormális hozamok vizsgálata mellett nagy fontossága van annak is, hogy megtudjuk, összességében mennyire téríti el a bennfentes kereskedelem, illetve a bejelentés a hozamokat a becsült szinttől. Ennek érdekében az egyes részvényekre kumulált abnormális hozamot (CAR) is számolok, ennek meghatározása az A naptól a Z napig az alábbi módon történik:

$$CAR_{i}^{A,Z} = \sum_{t=A}^{Z} AR_{it}$$

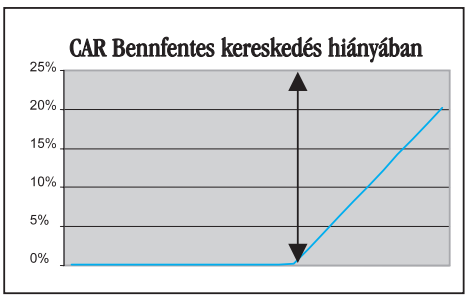
3.1. táblázat. Kumulált abnormális hozamok

Eseményszám	Szimbólum	Bejelentés időpontja	Bejelentés előtti CAR	Bejelentés utáni CAR
1	SIF 1a	2004. 02. 19.	-4,88 %	-13,18 %
2	SIF 1b	2005. 02. 16.	29,08 %	1,70 %
3	SIF 1c	2006. 02. 17.	-12,42 %	-1,16 %
4	SIF 2a	2004. 02. 19.	-5,48 %	-23,82 %
5	SIF 2b	2005. 02. 08.	22,94 %	10,42 %
6	SIF 2c	2006. 01. 27.	-21,97 %	-9,56 %
7	SIF 3a	2004. 02. 26.	-15,67 %	-6,00 %
8	SIF 3b	2005. 02. 28.	9,90 %	-19,23 %
9	SIF 3c	2006. 03. 23.	7,34 %	-4,02 %
10	SIF 4a	2004. 02. 26.	-11,64 %	7,84 %
11	SIF 4b	2005. 02. 15.	38 %	4,38 %
12	SIF 4c	2006. 02. 24.	-12,76 %	-0,41 %
13	SIF 5a	2004. 03. 19.	-5,79 %	-12,78 %
14	SIF 5b	2005.03. 04.	-8,83 %	-3,10 %
15	SIF 5c	2006. 02. 13.	-4,78 %	-3,73 %
16	BRDa	2004. 04. 08.	-7,89 %	-5,40 %
17	BRDb	2005. 04. 13.	3,42 %	-8,11 %
18	BRDc	2006. 03. 16.	2,59 %	-4,71 %
19	ALRa	2004. 04. 08.	23,12 %	1,89 %
20	ALRb	2005. 04. 13.	13,83 %	9,53 %
21	ALRc	2006. 03. 29.	12,12 %	27,90 %
22	SNPa	2004. 05. 07.	8,80 %	8,81 %
23	SNPb	2006. 03. 29.	-1,62 %	-7,41 %

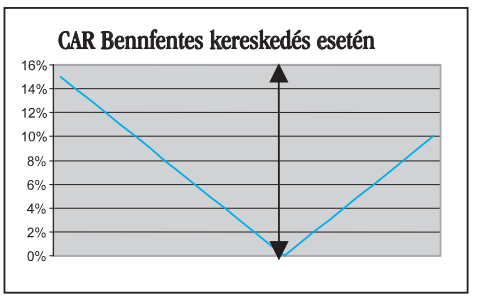
ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 38

3.6. Az eredmények értékelése

A bennfentes kereskedelem felderítése végett a továbbiakban a kumulált abnormális hozamokat (CAR) ábrázolni fogom, mégpedig úgy, hogy a kumulálás a T időponttól (bejelentés napjától) az időtengelyen a múltba visszafelé, illetve a T naptól a jövő irányába egyidejűleg történik.



3.3. ábra. Ideális CAR-hozamok IT hiányában



3.4. ábra. CAR-hozamok IT esetén

Az eredményeket vizsgálva megállapítható, hogy a 23 eseményből 9 alkalommal (39%) megfogalmazható a bennfentes kereskedés jelenlétének gyanúja. A 3.2. táblázat tartalmazza azon eseményeket, melyeknél a bejelentés előtti kumulált hozamok nagyon magas értékeket vesznek fel. A bejelentést megelőző, illetve követő időtartam eltérő hosszúságú, ezért a kereskedési napok alapján átlag abnormális hozamot számoltam.

3.2. táblázat. *Bennfentes kereskedéssel gyanúsítható események*

	Bejelentés előtti CAR	Bejelentés utáni CAR	Bejelentés előtti napok száma	Bejelentés utáni napok száma	Bejelentés előtti átlagos AR	Bejelentés utáni átlagos AR
SIF1b	29,08%	1,70%	16	11	1,82%	0,15%
SIF2b	22,94%	10,42%	16	9	1,43%	1,16%
SIF2c	-21,97%	-9,56%	17	11	-1,29%	-0,87%
SIF3a	-15,67%	-6,00%	18	11	-0,87%	-0,55%
SIF4b	38%	4,38%	15	11	2,53%	0,40%
SIF4c	-12,76%	-0,41%	18	9	-0,71%	-0,05%
ALRa	23,12%	1,89%	16	9	1,45%	0,21%
ALRb	13,83%	9,53%	14	8	0,99%	1,19%
SNPa	8,80%	8,81%	7	11	1,26%	0,80%

Érdemes megfigyelni a fenti 9 esemény alapján számított átlag kumulált hozamokat:
– bejelentés előtti átlagos CAR (15 napra) 20,4%;
– bejelentés utáni átlagos CAR (10 napra) 5,9%.

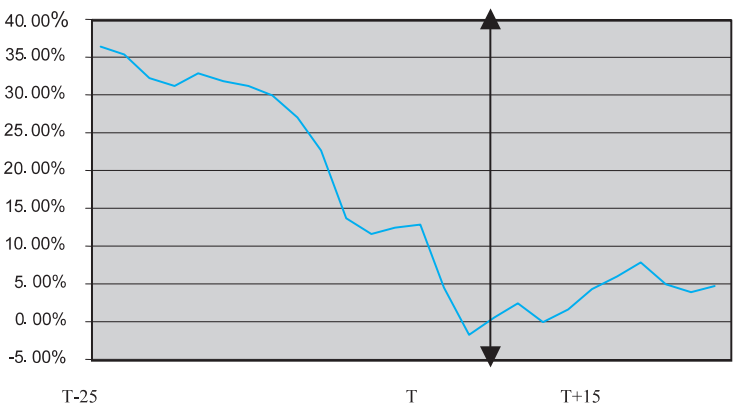
ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 39

Másképp fogalmazva, ha egy bennfentes az információ birtokában a bejelentés előtti 25. nap részvényt vásárolt, majd 15 nappal a bejelentés után eladta részvényeit, akkor több mint 25%-os kumulált abnormális hozamra tehetett szert, sőt bizonyos esetekben ez az érték akár a 42%-ot is elérte (SIF 4b). Kedvezőtlen hír esetén az eladás segítségével a bennfentes egy 25%-os veszteséget került el.

Ezek alapján nyilvánvalónak tűnik, hogy a bennfentesek tevékenysége igen jövedelmező, hiszen a 25%-os kumulált abnormális hozam, melyet gyakorlatilag 25 kereskedési nap alatt értek el, nagyon jó eredménynek számít.

Ugyanakkor bizonyos esetekben az abnormális hozamok a bejelentés után csökkenő tendenciát mutatnak, ami azt jelzi, hogy a bennfentes kereskedelem oly erős mértékű volt, hogy az árfolyam már majdnem teljes egészében magába szívta az információt, még mielőtt ez nyilvánossá vált volna.

A következő ábra a SIF 4 2005-ös osztalékfizetési bejelentése előtti és utáni kumulált abnormális hozamokat vizsgálja.



3.5. ábra. CAR-hozamok a SIF4 2005. februári bejelentése körül

Amint látható, a bejelentés előtt erőteljes árfolyammozgás következett be, a bejelentést megelőző 25. napon 38%-os CAR-t mértem. A bejelentés után a CAR jóval kisebb, ami annak a jele, hogy a befektetők már a nyilvánossá tétel előtt az információ birtokában voltak, és ezt beépítették az árfolyamba.

3.7. Az eredmények relevanciája

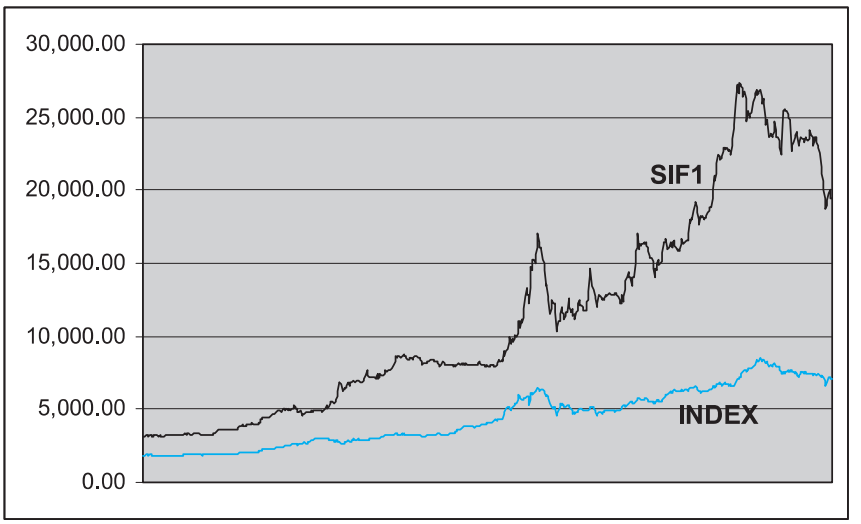
Amint az előzőekben említettem, a vizsgálat eredményeinek felhasználhatóságának egyik követelménye a béták stabilitása.

A SIF3, SIF5, BRD, ALR és SNP esetén a béták meglehetősen stabilak, a szórásuk kis-

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 40

mértékű, nem befolyásolja jelentősen a vizsgálatot, a SIF1, SIF2 és SIF4 esetében azonban a béták elég jelentős mértékben eltérnek egymástól, és egyben megfigyelhető, hogy növekvő tendenciát mutatnak.

Az okok felderítésére összehasonlítottam a SIF1 árfolyamának és a BET-index változásának időbeli alakulását:



3.6. ábra. A SIF1- és a BET-index változása a 2003. július – 2006. május periódusban

Az ábráról leolvasható a SIF1 árfolyamának sokkal meredekebb növekedése, ami azt jelenti, hogy a piaci indexnél magasabb hozamot biztosít[5] (emiatt a regressziófüggvényben a piaci index hozamához magasabb béta korrelálható).

A béta paraméter növekedése a SIF-ek esetében a befektetési alapok tartós jó szereplésének és magas hozamainak eredménye.

Bár a béta változása, mint már említettem, torzíthatja a vizsgálat eredményeit, korántsem magyarázza a bejelentések előtt realizált magas abnormális hozamokat.

4. Következtetés

Vizsgálatom alapján arra a következtetésre jutottam, hogy az egyre inkább erősödő szabályozás és a bírósági perek ellenére a bennfentes kereskedelem eltörlésének folyamata még gyerekcipőben jár. Ezen a helyzeten csak komoly erőfeszítések árán lehet változtatni: egyrészt az ellenőrzési rendszerek hiányosságai, másrészt a törvénytelenségek bizonyítha-

[5] A 2003. július – 2006. május periódusban a BET-index 285%-os, míg a SIF1 részvény 496%-os növekedést tapasztalt.

ujforum_60.qxp 1/19/2007 3:25 PM Page 41

tóságának nehézségei miatt a belső információval való kereskedés megszüntetése inkább egy utópisztikus, mint megvalósítható célnak tűnik. Ennek ellenére nem kell figyelmen kívül hagynunk, hogy a szabályozás pozitívan érinti a befektetői légkört, és a manipulatív manőverek számának csökkenése következtében a piac résztvevői nagyobb bizalommal fordulnak a tőzsde felé.

Véleményem szerint jelentős előrelépés csak abban az esetben érhető el, ha a szigorú szabályozáshoz egy hasonló intenzitású és hatásfokú ellenőrzési, illetve büntetési rendszer társul.

A dolgozatom második felében végzett elemzésemhez a Bukaresti Értéktőzsde 8 magas likviditású vállalatát választottam ki, és ezek alapján vizsgáltam a bennfentes kereskedelem jelenlétét az osztalékfizetés bejelentése előtti periódusban. A következtetés csak egy lehet: a törvényi szabályozás nem érte el a kívánt hatást, hiszen a 23 vizsgált eseményből 9 esetében kimutatható a bennfentes kereskedelem jelenléte.

A belső információk alapján már jóval a bejelentés előtt elkezdve a kereskedést, majd az árfolyam emelkedése után eladva a részvényeket, a bennfentesek 25 kereskedési nap alatt átlagban 25%-os kumulált abnormális hozamot értek el, sőt ez az érték egyes esetekben akár a 40%-ot is elérte.

Irodalomjegyzék

Bainbridge, Stephen: *Insider Trading.* UCLA School of Law, Social science research network (Papers.ssrn.com), 1999.
Beny, Laura Nyantung: *Do Shareholders value insider trading laws? International evidence.* www.law.harvard.edu, 12/2001.
Bhattacharya, Utpal – Daouk, Hazem: The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance, 2000.
Bris, Arturo: *Do Insider Trading Laws Work?* Yale ICF Working Paper No. 00-19, papers.ssrn.com, 2000.
Gaál Attila: *Részvényanalízis: fundamentális elemzés; technikai elemzés; portfólióelemzés.* EcoStock, Budapest, 2000.
Hornstein, Helmut: *Tőzsdepszichológia befektetőknek.* Z-Press kiadó, 2003.
Juhász Jácint: Illegális bennfentes kereskedelem a román értéktőzsdén. *Közgazdász Fórum*, 2003. október, VI. évfolyam 7. szám
Julan Du – Shang-Jin Wei: *Does Insider Trading Raise Market Volatility?* Hong Kong, 2002.
Manne, Henry G.: *Insider Trading and the Stock Market.* New York, Free Press, 1966.
Miller, Mark: *The Insider: Parasite or Legitimate Profit-Maker?* CCS Working Paper No. 0029, 2002.
Ranga, Narayanan – Kose John: Market Manipulation and the Role of Insider Trading. *Journal of Business,* 4, 1997.
Seyhun, Nejat: The effectiveness of the insider trading trading sanctions. *Journal of Law and Economics*, 35, 1992.
Vajda István: Bennfentes kereskedelem. *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 2003. március (235–253. o.)
The Economist, *The cost of inequity* , 2000.

www.cdep.ro
www.bnr.ro
www.onlinebroker.ro
www.economist.com
www.law.harvard.edu