

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
BEFEKTETÉSEK ÉS VÁLLALATI PÉNZÜGYEK TANSZÉK

A short selling és a piaci hatékonyság

Egy válság szabályozásra vonatkozó tanulságai

Beri Dániel Ferenc

Pénzügy szak

Pénzügyi befektetés-elemző és kockázatkezelő főszakirány

2010

Szakszeminárium-vezető: Michaletzky Márton

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	5
1 SHORT SELLING - ALAPFOGALMAK	8
1.1 Fogalma.....	8
1.2 A rövidre eladás okai	9
1.2.1 Spekuláció – árfolyamesés, medve piac	9
1.2.2 Hedgelés, kockázatkezelés.....	12
1.2.3 Arbitrázsvezérelt.....	13
1.3 A rövidre eladás folyamata	13
1.3.1 A rövidre eladás lebonyolítása, szereplők	13
1.3.2 A kölcsönzési piac rövid áttekintése.....	15
1.3.3 Fedezetlen rövidre eladás.....	16
1.3.4 Napi elszámolás	18
1.3.5 A rövidre eladás kockázatai	20
2 SHORT SELLING – KEZDETEK ÉS TANULSÁGOS TÖRTÉNETEK	24
2.1 A Holland Kelet-indiai Társaság.....	24
2.2 A Bank of England megtörése	25
2.3 A Lehman Brothers bukása.....	26
2.4 Az OTP elleni támadás.....	27
3 PIACI HATÉKONYSÁG	29
3.1 Alapfogalmak	29
3.2 Szintjei.....	30
3.2.1 Gyenge hatékonyság	30
3.2.2 Közepes hatékonyság.....	30
3.2.3 Erős hatékonyság	31

3.3	A piaci hatékonyság következményei	31
3.4	Miért jó, ha hatékonyak a piacok?	32
4	A SHORT SELLING KÖVETKEZMÉNYEI	34
4.1	A rövidre eladás etikai kritikája	34
4.2	A rövidre eladás előnyei.....	37
4.2.1	A bid-ask spreadre és likviditásra gyakorolt hatása.....	37
4.2.2	A volatilitásra gyakorolt hatása	38
4.2.3	Elvárt hozamra gyakorolt hatása.....	38
4.2.4	Az árfolyamra gyakorolt hatása.....	39
4.3	A rövidre eladás hátrányai	40
4.3.1	A piaci manipuláció eszköze?.....	40
4.3.2	Válságokat indukál?.....	41
5	SZABÁLYOZÁS	42
5.1	Általában az ideális pénzügyi szabályozásról	42
5.2	A rövidre eladás szabályozásának gyakorlata a válság előtt.....	43
5.2.1	Globális kitekintés	43
5.2.2	A korlátozás különböző típusai.....	46
5.3	A rövidre eladást érintő intézkedések a válság hatására	46
5.3.1	Globális kitekintés	46
5.3.2	USA és a SEC – uptick szabály és circuit breaker rendszer.....	47
5.3.3	UK és az FSA – nyilvános bejelentési kötelezettség.....	49
5.3.4	Magyarország és a PSZÁF – nyilvános bejelentési kötelezettség.....	50
	ÖSSZEFOGLALÁS	52
	IRODALOMJEGYZÉK.....	55
	MELLÉKLETEK.....	60

ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: A részvénykölcsonzés és a short selling folyamata	14
2. ábra: A rövidre eladás veszteség- és nyereségalakulása	21
3. ábra A Volkswagen árfolyam-alakulása short squeeze esetén	22
4. ábra A short selling szabályozása és a put opciók a XX. században	44

TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. táblázat: A letéti számla mechanizmusa csökkenő árfolyam mellett	19
2. táblázat: A letéti számla mechanizmusa emelkedő árfolyam mellett	20
3. táblázat: A világ piaci kapitalizációja (millió dollárban) és a rövidre eladás korlátozása	45
4. táblázat A short selling korlátozásának típusai 29 országban.....	46
5. táblázat Az uptick-szabály működési mechanizmusa.....	48

„Bear attacks which generally assume the form of short selling, have caused and continue to cause immeasurable damage to innocent stockholders [...] If persisted in, such attacks are bound to impair seriously the country's business interests.”

BEVEZETÉS

A 2008-2009-es pénzügyi válság kapcsán a short selling¹ kifejezés ismételten bekerült a köztudatba, az azt körülvevő vita, és heves érzelmek ismételten felerősödtek. A fentebbi idézet akár a mostani válság kapcsán is elhangozhatott volna, de valójában a Holland Kelet-indiai Társaság igazgatói által megfogalmazott és 1610-ben az amszterdami tőzsdén benyújtott panaszlevélből származik (Meeker 1932, p. 205).

Szakdolgozatom témájául azért választottam tehát a rövidre eladást, mert meglehetősen releváns és vitatott témának tartom: sokan vélik úgy (pl.: Saporito 2008), hogy a short selling ügyletet folytatók nagymértékben felelősek és hibáztathatóak a válság kirobbanásáért, vagy legalább elmélyüléséért. Az USA-ban a Lehman Brothers csődje után több politikus és szakember, köztük Warren Buffett is felszólalt a short selling korlátozása mellett, az uptick-szabály mihamarabbi visszaállítását követelve. (Világgazdaság 2009) in (Kiss, Lublós 2009).

Emellett vannak, akik mégis pártfogolják: akadémikusok a piaci hatékonyságra hivatkozva ellenzik a korlátozását, míg gyakorlati szakemberek, akik maguk is folytatnak short sellinget, egyszerűen a rossz menedzsmentet okolják a válságért, nem pedig a shortolók tevékenységét (pl.: Fleckenstein 2010).

2008 szeptemberében, amikor láthatóvá vált, hogy a válság nem csupán az amerikai subprime-jelzálog piacon fogja kifejteni hatását, hanem az egész pénzügyi világot, vele együtt pedig a reálgazdaságot is megrázza, a piaci szabályozók is elkezdtek

¹ Dolgozatomban a rövidre eladás kifejezést, illetve annak angol megfelelőjét a „short selling”-et egymás szinonimájaként, váltakozva használok.

attól tartani, hogy a shortolók tevékenysége felerősíti a negatív irányú trendet, ezáltal súlyosbítva a válságot. Ennek köszönhetően szinte minden országban ideiglenes, rendkívüli short selling korlátozásokat vezettek be, mely korlátozások közül sok huzamosabb ideig fennmaradt. A korlátozásnak több fajtájával lehetett találkozni: a legjellemzőbb a pénzügyi intézetek papírjainak shortolását tiltó intézkedés volt, de akadtak országok, ahol – már a válságot megelőzően is – a piac egészére vonatkozóan tiltották a short sellinget. Megint mások, mint például Magyarország is, megelégedtek azzal, hogy a short sellinget bejelentési kötelezettséghez kötötték: ha egy befektető short pozíciója elérte, vagy meghaladta egy adott vállalat részvényállományának bizonyos mértékét (nálunk ez 0,01%-nál volt meghúzva), akkor köteles volt ezt a szabályozó felé jelenteni.

Úgy tűnik, hogy a válság pánikkal és hisztérikus eladásokkal jellemezhető szakaszán már túllendültünk, mégis, a piaci szabályozókra továbbra is vár a feladat, hogy eldöntsék, az ideiglenesen meghozott korlátokon felül, azokat felváltva szükség van-e hosszú távú short selling szabályozásra, vagy sem, és ha igen, akkor milyen formában alakítsák ki azokat. Ennek kapcsán keresem szakdolgozatomban arra a kérdésre a választ, hogyha egyszer ennyi kérdőjel veszi körül a short sellinget magát mint pénzügyi intézményt, fogalmat, akkor mi az, ami miatt sok ország mégis engedélyezi, milyen érvek szólnak az ellen, hogy betiltsák.

Dolgozatom „*A short selling és a piaci hatékonyság*” címet viseli. Ezzel már valamennyire ki is adtam a választ a kérdéseimre. Ugyanis a szakirodalom azt sugallja, hogy a piaci hatékonyság, annak növelése az, mely a short selling javára írható, ez az, ami megnehezíti a szabályozók döntését, és nem tilthatják be egyszerűen ezt a tevékenységet.

Az eddigiek már lényegében magyarázzák is dolgozatom felépítését. Dolgozatom első részében a short sellinghez kapcsolódó alapfogalmakat tisztázom, kitérek az azt életre hívó okokra, a short selling folyamatára, két típusára, a benne rejlő kockázatokra, illetve pár tanulságos eseten keresztül hozok példát híres-hírhedt short selling akciókra.

Ezt követően dolgozatom második részében bemutatom a piaci hatékonysághoz köthető alapfogalmakat is, hogy miért jó, ha hatékonyak a piacok, illetve ehhez kapcsolódóan a short selling számos előnye mellett annak lehetséges hátrányait is taglalom.

Dolgozatom záró részében pedig röviden bemutatom, hogy általánosságban mit várhatunk el egy ideális pénzügyi szabályozástól, majd az addig tárgyaltakra alapozva vizsgálom a 2008-2009-es gazdasági válságot megelőző időszak szabályozói gyakorlatát, illetve a válság idején meghozott intézkedéseket, és hogy ezek milyen hatással vannak a piaci hatékonyságra, ilyen szempontból mely intézkedéscsomag és tervezet tekinthető követendő példának.

1 SHORT SELLING - ALAPFOGALMAK

Ebben a fejezetben a short selling megértéséhez szükséges alapokat fektetem le. Így bemutatom a short selling fogalmát, legfőbb kiváltó okait, illetve a rövidre eladás is részletesen kitérek.

1.1 Fogalma

A short selling definícióját, megértését érdemes közvetve megközelíteni. Tegyük fel, hogy egy befektető rendkívül magabiztos egy értékpapír alulértékelttségét illetően, vagyis arra számít, hogy árfolyama emelkedni fog. Ekkor, feltételezve, hogy jól vélekedett, könnyen profitálhat az adott értékpapír megvételéből, majd később egy magasabb árfolyamon való eladásából. Ez esetben a befektető hosszú (long/hausse) pozíciót vett fel. Ez a megszokott, általánosabb kép, mely az emberek fejében él a befektetéseket illetően. A rövidre eladás, a rövid (short/baisse) pozíció felvétele, ennek épp az ellenkezője: a shortoló befektető akkor ér el profitot, ha a szóban forgó értékpapír árfolyama csökken. Vagyis, ha a befektető úgy vélekedik, hogy egy értékpapír felülértékelt, árfolyama esni fog, vagy egyszerűen medvepiac² esetén is nyereséget szeretne elérni, akkor rövidre eladja az adott értékpapírt. (Yuille 2009)

A rövidre eladás tehát egy olyan befektetési technika, mely árfolyameséskor biztosít nyereséget. Sokszor úgy definiálják még, hogy “eladunk valamit, ami nincs a birtokunkban”, de Rini (2002, p. 219) szerint jobb, ha azt mondjuk, hogy a rövidre eladás “olyan eladás, ahol a szállítást kölcsönvett értékpapírokkal teljesítjük”.

² A medvepiac olyan piac, ahol az értékpapírok árfolyama általánosságban esik, és a kezdeti pesszimizmus okozta negatív hangulat lényegében önmagát táplálja. A nagyobb piaci indexek mint például a Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) ilyenkor általában 20%-ot, vagy még azt meghaladó mértékben is esik egy legalább 2 hónapot meghaladó időperióduson. (Az ennél rövidebb időszaki eséseket korrekciónak nevezzük.) (Investopedia 2010a) Ennek ellenkezője a bika piac, ahol az általános pozitív piaci hangulatnak köszönhetően az értékpapírok árfolyama emelkedik. A két elnevezés arra vezethető vissza, hogy míg a medve mancsával felülről lefelé csapva teríti le áldozatát, addig a bika szarvával alulról felfelé löki azt, vagy épp az árfolyamot.

1.2 A rövidre eladás okai

A rövidre eladás mögött többféle motiváló tényező is meghúzódhat. Ezen okokat mutatom be az alábbi alfejezetekben.

1.2.1 Spekuláció – árfolyamesés, medve piac

A short selling fogalmának tisztázásakor már utaltunk annak egyik alapvető kiváltó okára: ha a befektető árfolyamesésre spekulál, és szeretne ebből hasznot húzni, akkor rövidre eladja a szerinte felülértékelt értékpapírt. Ezt követően, számára szerencsés esetben, az alacsonyabb árfolyamon visszavásárolja a kölcsönvett értékpapírokat és zárja a short pozícióját, így realizálva profitot. Általában a hírekben a spekulációs short selling tevékenységről lehet hallani, ugyanis míg mások vagyonokat veszítenek az árfolyamesésen, addig a shortoló vagyonokat nyer(het) ugyanezen időszak alatt, ami egyértelmű alapot ad a pórul járt befektetők felszólalásának. (Yuille 2009) Ilyen híres, hírhedt történet például Soros György esete is az angol fonttal: a sikeres spekuláns 1992-ben “megtörve a Bank of England-et” 1 milliárd dollárral lett gazdagabb (Yuille 2009). A következő fejezetben részletesen bemutatom, hogy mire alapozta spekulációját, hogy miként járt el.

Ugyancsak a spekuláció kategóriájába sorolható, amikor medve piacon a befektető érzékelve a tartós negatív piaci hangulat kibontakozását rövidre eladásba kezd. A „sima” árfolyamesésre való spekulációtól lényegében annyi különbözteti meg, hogy árfolyamesésre bika piacon is lehet spekulálni egy-egy vállalat vagy iparág papírjait illetően, de ez nagyobb kockázattal is bír köszönhetően az általános felfelé ívelő trendnek. Ilyen trend csak nagyon hosszútávon van. Medve piacon ezzel szemben a negatív hangulat adott, így a short pozíció felvétele kevésbé rizikós ötlet, nem feltétlen egy vállalat- vagy iparág-specifikus negatív spekulációról van szó, hanem az általános trenddel való menetelésről.

1.2.1.1 Az árfolyamesésre való spekulációt megalapozó események

Az árfolyamesésre való spekuláció mögött természetesen mindig az a vélekedés húzódik meg, hogy az adott vállalat által kibocsátott értékpapír árfolyama esni fog. Taulli (2004) 15 olyan lehetséges eseményt gyűjtött össze, melyek azt jelzik, hogy nincs minden rendjén egy vállalatnál. A szerző két csoportba sorolta ezen eseményeket az alapján, hogy komolyabb árfolyamesést okoz(hat)nak-e („trigger event”, kiváltó események), vagy sem („danger sign”, veszélyre figyelmeztető jelek). Az alábbiakban csak a trigger eseményeket mutatom be, melyek a short selling tevékenység megjelenéséhez, vagy fokozódásához vezet(het)nek az adott vállalat értékpapírjának piacán.

1. Hirtelen árfolyamesés

Noha egy-egy veszélyre figyelmeztető jel (az előbb említett “danger sign”) még elvileg nem okoz jelentős árfolyamesést, ezen jelzések felhalmozódása már okot adhat a részvény árfolyamának zuhanására. Maga a hirtelen árfolyamesés azt eredményezheti, hogy a shortolók felfigyelnek a rossz helyzetben lévő vállalatra, és rövidre eladásba kezdenek.

2. Lemondások

Semmiképp sem jelent jót, ha egy vállalat legfontosabb vezetői váratlanul lemondanak. A vezérigazgató (CEO), a pénzügyi igazgató (CFO), de akár még az auditor hirtelen távozása is olyan momentum lehet, mely (rövidre) eladásra buzdítja a befektetőket. Az erre való készítés hatványozottan igaz, ha még csak jelölt sincs az adott pozíció betöltésére, ekkor ugyanis valóban komoly problémák lehetnek a vállalatnál.

3. A kereskedés szüneteltetése („halt”) és felfüggesztése („suspension”)

Fontos megkülönböztetni a kereskedés szüneteltetését annak felfüggesztésétől. Előbbi a tőzsdék hatáskörébe tartozik, és általában akkor élnek vele, ha egy váratlan esemény hatására hirtelen nagyot esik egy adott részvény árfolyama, mely önmagában pánikra adhatna okot a befektetők között, akiknek idejük sem volt felfogni, hogy mi is történt valójában. Ekkor

a kereskedés szüneteltetése elegendő időt biztosíthat, hogy megnyugodjanak a kedélyek, és a befektetők feldolgozhassák az új információ(ka)t.³

A kereskedés felfüggesztése az USA-ban a SEC, Magyarországon a PSZÁF hatáskörébe tartozik. A szabályozó hatóságok csak olyan esetben nyúlnak ehhez az eszközhöz, ha visszaélés, manipuláció vagy bennfentes kereskedelem gyanúja merül fel egy vállalatnál, amit a szabályozó ki akar vizsgálni. Ez egyértelmű short selling jelzést küld a befektetők felé.

4. Nem várt veszteségek

Az elemzők által nem várt veszteség is rossz fényben tüntetheti fel a vállalatokat. A vállalatok ugyanis a befektetői kapcsolattartókon keresztül az elemzőkkel is tartják a kapcsolatot, és sok esetben iránymutatást adhatnak az előrejelzéseket illetően. Így, ha mégis meglepetésszerű veszteséget realizál egy vállalat az fontos jelzés a shortolók számára.

5. Késedelem a beszámolóiban

A tőzsdei vállalatok beszámolóinak megjelenését mindig nagy érdeklődés övezi. Így, ha egy vállalat nem tudja a megadott határidő lejárta előtt közzétenni negyedéves, vagy éves adatait, akkor az valószínűleg komoly problémákra vezethető vissza. Ez talán mondani sem kell, okot adhat arra, hogy a befektetők shortolni kezdjék a vállalat papírjait.

6. Fordított-részvényfelaprózás („reverse split”)

A túlzottan magas áron forgó részvényeket, a likviditás fokozása érdekében szokták feldarabolni a vállalatok. Például egy 2:1 arányú felaprózás esetén minden befektető két részvényt kap meglévő egy részvénye helyett, melyek árfolyam pontosan fele az eredetinek. Ennek fordítottja akkor történhet, ha egy vállalat részvényének árfolyama túlzottan alacsony szintre süllyedt, és a vállalat vezetői mesterségesen meg szeretnék emelni azt.

³ A szüneteltetés és felfüggesztés közötti megkülönböztetés a hírekben sokszor összemosódik, noha a tőzsdék elrendelik a kereskedés szüneteltetését a fent említett okokra hivatkozva, sokszor hallani a „felfüggesztették a kereskedést” szlogent. Ez nem kell, hogy megzavarjon minket, a lényeg, hogy ismerni kell, hogy melyik intézmény, milyen indokkal állíthatja meg ideiglenesen a kereskedést egy adott papír piacán.

Noha a fundamentumok sem részvényfelaprózás sem annak fordítottja esetén nem változnak, a fordított-részvényfelaprózás mégis azt az implicit negatív üzenetet sugározza a befektetők felé, hogy az árfolyam nem lesz képes magától felfelé menetelni, sőt esetleg tovább is eshet, amire már fel is figyelnek a shortolók.

7. Osztalékfizetés megvonása

Az osztalékpolitika a menedzsment hatáskörébe tartozik, a vezetők döntenek arról, ha a beígérthez képest kevesebb osztalékot fizetnek ki a befektetők számára, vagy egyáltalán nem is fizetnek. Az ilyen bejelentések pozitív jelzések a shortolók számára, lévén a menedzsment láthatóan igyekszik minél több tőkét a vállalaton belül tartani, vagyis likviditási problémákkal küzdenek. Véleményem szerint ez az állítás nem állja meg teljesen a helyét. A menedzsment osztalékmegvonásra vonatkozó döntése több mindenre is visszavezethet, mely nem feltétlen negatív hír. Ilyen például egy felvásárlási lehetőség felmerülése, mely akár további tőkebevonást is igényelhet.

1.2.2 Hedgelés, kockázatkezelés

A short selling egy másik általános alkalmazási területe, mellyel leginkább bizonytalan piaci környezet mellett szoktak élni (Investopedia 2010b), a *hosszú pozíció fedezése*. A hosszú pozíció fedezése, vagy más néven hedge/hedgelés, egy aktív befektetői stratégia. (Rini 2002) Ha egy befektető jelentős mértékű hosszú pozíciót vállalt egy adott részvényben, és tart annak ideiglenes, vagy rövidtávú árfolyamesésétől, akkor azonos mennyiségű, ugyanarra a részvényre szóló rövidre eladással biztosíthatja portfóliójának értékét. Ezt az a logika diktálja, hogy míg árfolyameséskor a hosszú pozíció értéke csökkeni, addig a rövid pozíció értéke ugyanakkora mértékben nőni fog. Fontos megjegyezni, hogy a befektető úgy is dönthetne, hogy a rövid pozíció megnyitása helyett, hosszú pozícióját zárja le. Ekkor azonban kilépne az adott részvény piacáról, elvesze a későbbi lehetséges árfolyamnyereségtől, illetve idő előtt kéne adóznia az addig elért, papíron lévő árfolyamnyereség után, nem is beszélve a tranzakciós költségekről.

Nem csak intézményi befektetők portfóliójának biztosítására alkalmazható a hedge technikája, és a mögötte meghúzódó rövidre eladás. Erre hívja fel a figyelmet Brückner (2008): ha például az OTP egyik vezetője tudja, hogy három hónap múlva jutalom gyanánt ezer OTP-részvényt fog kapni (ami lényegében egy hosszú pozíció), amelynek ellenértékével pontosan szeretne számolni a lakásvásárlásánál, akkor egy ellentételező short pozíció segítségével rögzítheti a részvények 3 hónappal későbbi árát.

1.2.3 Arbitrázsvezérelt

A short selling fontos szerepet játszik még az arbitrázsvezérelt stratégiák esetében is. Azon intézményi befektetők számára tehát, akik a piacon lévő árazási inkonzisztenciákat kutatják, és azok lefölözésére „pénzcsináló gépezeteket” (Dunbar 2000) hoznak létre, alapvető fontosságú, hogy shortolhassanak.

1.3 A rövidre eladás folyamata

Ebben az alfejezetben bemutatom a short selling lebonyolításának folyamatát, a folyamatban résztvevő szereplőket, a szorosan idekapcsolódó részvény-kölcsönzési piacot, a napi elszámolás mechanizmusát, illetve a rövidre eladás hozamát és kockázatát. Továbbá kitérek a rövidre eladás két típusára a fedezett és fedezetlen short sellingre is.

1.3.1 A rövidre eladás lebonyolítása, szereplők

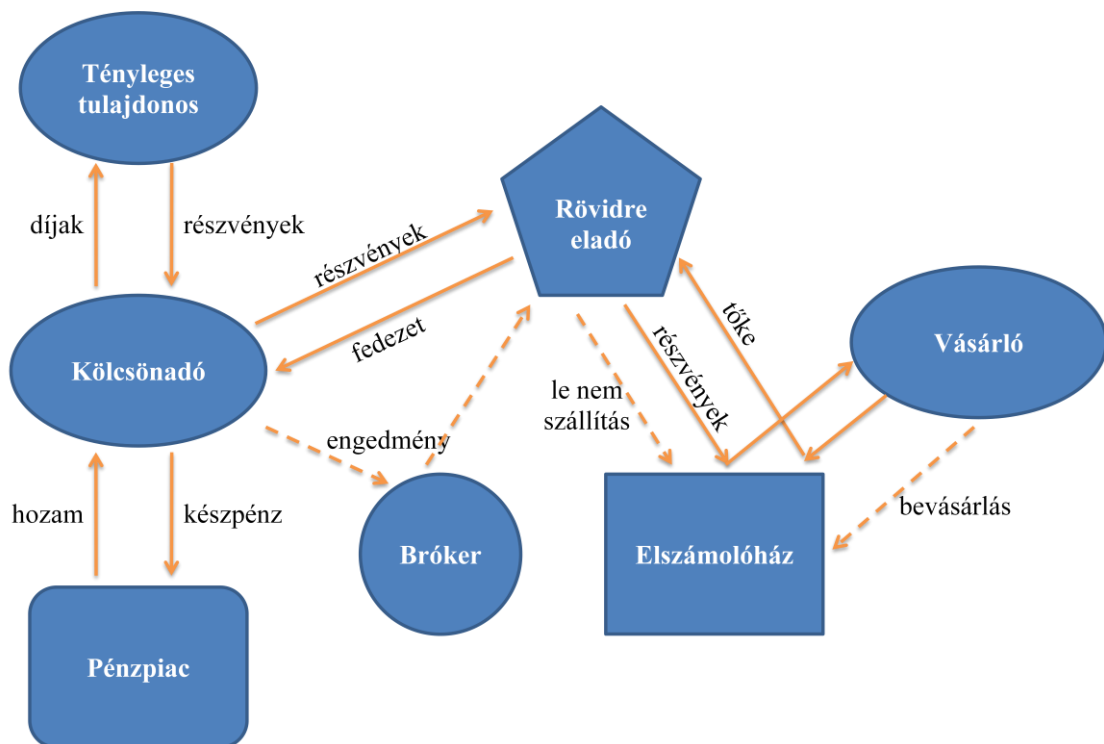
A short selling lebonyolításának bemutatásakor elsősorban Grünewald et al. (2010) cikkére támaszkodom.

A rövidre eladásban az alábbi szereplők vesznek részt (lásd 1. ábra):

1. *kölcsönadó*, aki a tényleges részvénytulajdonost képviseli,
2. *tényleges részvénytulajdonos*, aki a tulajdonjoggal rendelkezik a kölcsönadó által kölcsönadott részvények felett,

3. kölcsönvevő, egyben rövidre eladó,
4. bróker, akin keresztül a rövidre eladó megegyezik a kölcsön-szerződést illetően a kölcsönadóval,
5. vásárló, aki megvásárolja a rövidre eladó által vételre kínált részvényeket,
6. elszámolóház.

1. ábra: A részvénykölcsönzés és a short selling folyamata



Forrás: Grünwald, Wagner & Weber (2010, p. 6)

Ha egy befektető szeretne rövidre eladni egy részvényt, először brókerén keresztül keresnie kell egy kölcsönadót, aki hajlandó neki kölcsönadni az őt érdeklő részvényeket. Miután megegyezett a kölcsönadóval, akkor utasíthatja brókerét, hogy adja el az adott mennyiséget a kiválasztott részvényből, vagyis nyitott rövid pozíciót hoz létre. Miután a befektető eladta rövidre a részvényeket, általában 3 napja van a megegyezés napjától számítva (T+3), hogy ténylegesen le is szállítsa azokat az elszámolóháznak, így téve eleget szállítási kötelezettségének. (Emellett ugyancsak 3

napja van, hogy a letéti számláján elhelyezze a kezdő letéti követelményt⁴.) Amikor ennek a kötelezettségének eleget tett, akkor az elszámolóházon keresztül történik mind a kölcsönvett és leszállított részvények átadása a vásárló számára, mind azok ellenértékének utalása a rövidre eladó számára.

Később, ha jól spekulált, és az árfolyam valóban esett, utasítja brókerét, hogy vásároljon ugyanekkora mennyiséget, ugyanebből a részvényből, annak érdekében, hogy visszaszolgáltathassa a kölcsönvett részvényeket, és így zárhassa a rövid pozíciót. A rövid pozíció zárása, ugyanakkor történhet a rövidre eladó akaratának ellenére is, mivel a kölcsön-szerződésben a rövidre eladó azt a kötelezettséget is vállalja, hogy akármikor, amikor a kölcsönadó követeli, vissza kell szolgáltatnia a kölcsönvett papírokat, vagyis pozícióját kényszerből kell likvidálnia.⁵

A befektető attól függően realizált nyereséget, vagy veszteséget, hogy az eredeti árnál alacsonyabb, vagy magasabb áron tudta megvásárolni a visszaszolgáltató részvényeket.

1.3.2 A kölcsönzési piac rövid áttekintése

Annak érdekében, hogy jobban a dolgok mögé lássunk, fontos áttekinteni a kölcsönzési piac működését is. A tényleges részvénytulajdonosok gyakran megengedik brókereiknek (jelen esetben ezen brókerek a kölcsönadók), hogy részvényeiket a saját (bróker) érdekükben felhasználhassák (“hold them in street name”), így nyugodtan kölcsön is adhatják azokat, aminek tényéről a tulajdonost már nem is feltétlen kell értesíteniük. Mivel a brókerek ekkor jogilag tulajdonolják is ezen részvényeket, egy részvény-kölcsön-szerződés esetén a tulajdonjog a rövidre eladóra száll, aki cserébe a részvények piaci árának 102%-át fedezetként (“collateral”) a kölcsönadónál elhelyezi.⁶

A fedezeti összeget a kölcsönadó a kölcsön-szerződés ideje alatt befektetheti, és hozamot realizálhat rajta. A rövidre eladó értelemszerűen elesik ettől a hozamtól. Ennek

⁴ A letéti számlák részletes működését lásd a „napi elszámolás” alfejezetben.

⁵ A kölcsönadott részvények effajta korai visszahívását nevezi az angol szakirodalom „recall”-nak.

⁶ Ennek értelmében a részvények kölcsönadása jobban hasonlít egy részvény-eladásra, majd törlesztéskor egy részvény-vételre a kölcsönadó szempontjából.

részleges kompenzálása érdekében a kölcsönadó úgynevezett engedményezési rátát ("rebate rate") fizet a fedezet összegére vetítve, melynek értéke tárgyalásos úton alakul ki. A részvény-kölcsönzésnek tehát nem explicit díja van a rövidre eladóra nézve, hanem, a pénzpiacon elérhető hozam, amitől elesik, és az engedményezési ráta, amit kárpótlásul kap, különbsége együttesen határozza meg a kölcsönvétel költségét. Az engedményezési rátát a két fél tárgyalás útján határozza meg, és értéke a még kölcsönözhető részvényállomány mértékétől függően változik.

Előfordul, hogy egy vállalat részvényállományának jelentős részét kikölcsönözték már, és csak nagy nehézségek árán lehet felkutatni további kölcsönözhető részvényeket. A részvény kölcsönzési piacán ekkor túlkereslet jelentkezik ("on special"). Ilyen esetekben az engedményezési ráta könnyen negatívba is fordulhat, vagyis, ha például az engedményezési ráta -10%, illetve a pénzpiacon elérhető hozam 5%, akkor a részvény-kölcsönzés költsége a rövidre eladó számára 15%, melyből 10%-ot ténylegesen fizet a kölcsönadónak, míg elesik az 5%-os pénzpiaci hozamtól (D'Avolio 2002).

1.3.3 Fedezetlen rövidre eladás

A rövidre eladásnak két típusát különböztetjük meg. Az eddigiekben a hagyományos, fedezett short sellingről volt szó, ahol, a rövidre eladó kölcsönvett értékpapírt ad el. Ezzel szemben a *fedezetlen rövidre eladás* („naked short selling”) esetében az eladónak szándékában sem áll az eladott részvények leszállításához szükséges értékpapírok felkutatása, és majdani leszállítása a korábban említett T+3. napon. Ebből következően minden fedezetlen short selling ügylet „le nem szállított” („fail to deliver”) státuszba kerül, és nem is biztos, hogy valaha teljesíteni fogja a rövidre eladó.

A leszállítás megghiúsulása fedezett és fedezetlen rövidre eladás esetén is előfordulhat, és az alábbi 4 fő okra vezethető vissza (Angel, McCabe 2009).

1.3.3.1 Rutin hibák

Több végtelen dolog is meghúzódhat a határidőre való leszállítás megfiúsulásában. Ilyen lehet például, ha egy szükséges jogi dokumentumról hiányzik egy fontos aláírás, esetlegesen félrecímezték egy igazolást, vagy ezen igazolás késik a posta miatt stb. Ezek a hibák ugyan késést okoznak, de általában a leszállítás végül teljesül.

1.3.3.2 „Hosszú” hibák

Abban az esetben is késhet a leszállítás, ha egy befektető, aki jelenleg hosszú pozícióban van egy a leszállítandó részvényhez hasonló értékpapírban, de ténylegesen még nincs leszállítható részvénye, kénytelen a feloldásra/átváltásra stb. várakozni. Ilyen értékpapír például egy korlátozott részvény, mely esetében épp folyamatban van a korlátozás feloldása, vagy egy átváltható kötvény, melynek átváltása már folyamatban van.

1.3.3.3 Gazdasági hibák

Az eladó fél gazdasági okokból is dönthet úgy, hogy direkt nem szállít időben. Ez két esetre vezethető vissza. Az egyik, ha a részvény kölcsönvétele nehézkes („on special”), akkor a kölcsönvételi implicit díj magasabb lehet, mint az eladásból befolyt összegben elért kamat. A másik ugyancsak feltételezhetően nehézkes részvény-kölcsönzés esetén lép fel: ekkor előfordulhat, hogy az eladó egyszerűen nem kíván a kölcsönveendő részvények felkutatásával bajlódni.

1.3.3.4 Manipulatív hibák

Elméletileg végtelen mennyiségű részvényt el lehet adni, így aki befolyásolni akarja a piacot, könnyedén lenyomhatja az árfolyamot, jelentős károkat okozva ezzel a vállalatnak mind a reputációt, mind finanszírozást illetően. Az ilyen manipulatív hibák állhatnak a fedezetlen short selling hátterében is.

Fontos megjegyezni, hogy az a vásárló, akinek nem teljesítik a részvény leszállítását, gazdaságilag nem szenved (jelentős) kárt, mivel az elszámolás napján kézhez kap egy „értékpapír felhatalmazást” („security entitlement”), ami továbbadható, illetve jogosult osztalékfizetésre is. Emellett a vásárlónak nem kell arra várnia, hogy az a rövidre eladó szállítsa le a részvényét, akivel ő megállapodott, mivel az elszámolási rendszer összesíti a leszállított részvényeket, és FIFO („first-in, first-out”, avagy „first-come, first-served”) alapon osztja ki azokat a vásárlók között. Vagyis, a nem-teljesítés egyik vevőről a másikra ruházódik, és általában pár napon belül mindenki megkapja az általa vásárolt részvényt.

1.3.4 Napi elszámolás

A short selling lebonyolításának elengedhetetlen eszköze a letéti számla. A letéti számla hosszú pozíciók esetében lehetővé teszi, hogy a befektető részben a brókerétől kapott hitelből vásároljon részvényeket. A short pozíciónál nem erről van szó, hiszen a befektető rögtön a részvények eladásával kezd, amiből bevételhez jut. Egyszerűen a rövidre eladás természete követeli meg, hogy letéti számlát alkalmazzunk rövidre eladáskor is.

Amikor egy befektető rövidre eladásra utasítja brókerét, akkor a rövidre eladott részvények piaci értékén felül, annak egy meghatározott hányadát letétbe kell helyeznie a brókernél egy letéti számlán. Ennek értéke az USA-ban jelenleg 50%, vagyis összességében a részvények piaci értékének 150%-át kell letétbe helyezni, melyet a „Regulation T”-ben kötöttek ki (Investopedia 2010c). Ezt nevezzük kezdő letéti követelménynek, amelynek a letéti számlán minimálisan rendelkezésre kell állnia a pozíció megnyitásakor.

Ugyanakkor, a kölcsönszerződés ideje alatt, vagyis míg nyitott rövid pozícióval rendelkezik a befektető, brókerének kötelessége biztosítani, hogy a részvények visszavásárlására mindig elegendő pénzmennyiség álljon rendelkezésre. A piaci ármozgások függvényében meghatározzák minden nap a fenntartandó letéti követelmény mértékét, a letéti számlán lévő minimális összeget („mark-to-market”). Ez a NASDAQ-on és a NYSE-en jelenleg minimálisan a részvények piaci értékének

25%-a ⁷, de a brókerházak ennél szigorúbb követelményeket is szabhatnak. (Investopedia 2010d)

Ha a rövidre eladott részvény árfolyama csökken, akkor jóváírás történik a számlán, hiszen ez hoz nyereséget a rövidre eladónak. Az árfolyam növekedésekor pedig, megterhelik a számlát. Utóbbi esetben, ha a terhelésekkel csökkentett számlaegyenleg a fenntartandó letéti követelmény és a részvények piaci értékének összege alá esik, akkor a rövidre eladó letétfeltöltési felszólítást („margin call”) kap brókerétől, vagyis további összeget kell elhelyeznie számláján. Amennyiben ennek nem tesz eleget nagyon rövid időn belül, brókere zárja a pozíciót a részvények piacon való megvételével és a részvény-kölcsön „törlesztésével”.

A napi elszámolás mechanizmusának könnyebb megértése érdekében vizsgáljuk meg egy példán keresztül, hogy mi történik, ha az árfolyam lefelé, illetve felfelé mozdul! Adott egy befektető, aki 1000 darab részvényt adott el rövidre 50\$-os részvényár mellett. Feltételezzük, hogy a fenntartandó letéti követelmény 30%.

1. táblázat: A letéti számla mechanizmusa csökkenő árfolyam mellett

A rövidre eladás pillanatában	Darab	Ár	Rövidre eladott részvények értéke (100%)	Kezdő letéti követelmény (50%)	Teljes letéti követelmény (150%)
		1000	\$50	\$50 000	\$25 000

Ahogy a részvény árfolyama csökken	Darab	Ár	Rövidre eladott részvények értéke (100%)	Fenntartandó letéti követelmény (30%)	Teljes letéti követelmény (130%)	Jóváírás a letéti számlán
	1000	\$45	\$45 000	\$13 500	\$58 500	\$16 500
	1000	\$40	\$40 000	\$12 000	\$52 000	\$23 000
	1000	\$35	\$35 000	\$10 500	\$45 500	\$29 500

Forrás: Investopedia (2010e)

Az 1. táblázat azt az esetet mutatja be, ha az árfolyam a jelenleg 50\$-os szintről 45\$, 40\$, vagy 35\$-ra esik, vagyis a shortoló számára kedvezőek a piaci folyamatok. Jól

⁷ Ehhez megint csak hozzá kell adni a részvények piaci értékét, így lényegében összesen 125%-ról beszélünk.

látható, hogy a fenntartandó letéti követelményen felüli rész felszabadul, ez a shortoló profitja.

2. táblázat: A letéti számla mechanizmusa emelkedő árfolyam mellett

A rövidre eladás pillanatában	Darab	Ár	Rövidre eladott részvények értéke (100%)	Kezdő letéti követelmény (50%)	Teljes letéti követelmény (150%)
		1000	\$50	\$50 000	\$25 000

Ahogy a részvény árfolyama emelkedik	Darab	Ár	Rövidre eladott részvények értéke (100%)	Fenntartandó letéti követelmény (30%)	Teljes letéti követelmény (130%)	Letétfeltöltési felszólítás
	1000	\$55	\$55 000	\$16 500	\$71 500	\$0
	1000	\$60	\$60 000	\$18 000	\$78 000	\$3 000
	1000	\$75	\$75 000	\$22 500	\$97 500	\$22 500

Forrás: Investopedia (2010e)

A shortoló számára „kevésbé szerencsés” áremelkedés helyzetét mutatja be a 2. táblázat. A táblázat legfőbb üzenete a rettegett letétfeltöltési felszólítás („margin call”) oszlopban található. Amikor az árfolyam emelkedik, és vele együtt a teljes letéti követelmény 75 000\$ fölé emelkedik, a befektetőnek további letétet kell elhelyeznie. Elsősorban ez az a short sellingben rejlő kockázat, ami megköveteli, hogy letéti számla igénybevételével lehessen csak rövidre eladást végrehajtani.

1.3.5 A rövidre eladás kockázatai

A befektetőnek többféle kockázati tényezővel is számolnia kell, mikor short sellingbe kezd. Ezeket gyűjtötte össze Yuille (2009).

1.3.5.1 A hosszú távú trend elleni fogadás

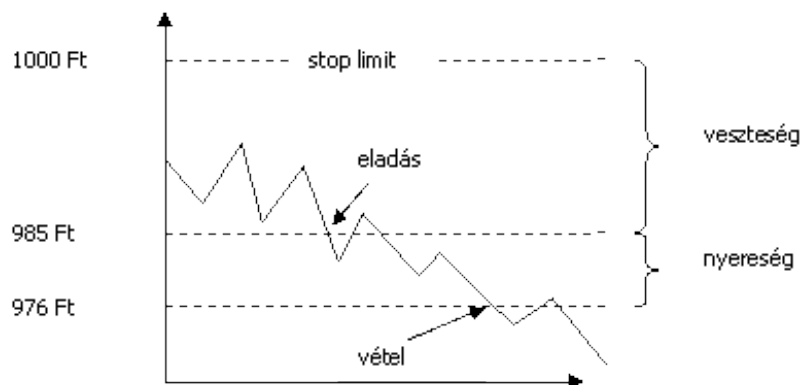
A historikus adatok azt mutatják, hogy a részvénypiacok hosszú távon növekednek. Ebből következően a rövidre eladás a piacok általános trendje elleni

fogadást jelenti, így egy huzamosabb ideig fenntartott rövid pozíció meglehetősen kockázatos lehet.

1.3.5.2 A veszteségek végtelenek lehetnek

A rövid pozícióval elérhető veszteség nagysága a részvényárfolyam növekedésével akár végtelen is lehet, hiszen maga a részvényárfolyam is (legalábbis elméletben) korlátlanul növekedhet. Kedvezőtlen áralakulás esetén a befektető brókercége folyton letétfeltöltési felszólítást fog küldeni a rövidre eladónak, így, ha továbbra is kívánja és képes is finanszírozni, akkor fenntarthatja pozícióját. Emellett a rövidre eladással elérhető maximális nyereség korlátos/véges, hiszen az nem más, mint az eladási ár és a nulla közötti különbség. (Ez utóbbi, nullaértékű árfolyamot a csődbemenetel eredményezheti.) A 2. ábra azt a kedvező esetet mutatja be, amikor a rövidre eladó befektető nyereséget realizálva zárta pozícióját. Ugyanakkor látható, hogy az elméletileg végtelen nagyságú lehetséges veszteség ellen a stop loss „fék” (Hull 1999) beépítésével védekezett: amint elérte volna a részvényárfolyam az 1000\$-os szintet, a befektető zárta volna pozícióját realizálva az addigi veszteséget.

2. ábra: A rövidre eladás veszteség- és nyereség alakulása



Forrás: Tőzsdestratégiák a technikai elemzés módszerével (2010)

1.3.5.3 Short squeeze

Short squeeze-ről, „short pozícióban lévők kirázásáról” (Tóth 2010) általában akkor beszélünk, ha a befektetők valamilyen oknál fogva több részvényt adtak el rövide, mint egy adott vállalat kölcsönözhető papírjainak állománya. Így a short pozícióban lévő befektetők, mikor zárni kívánják pozícióikat túlkeresletet okoznak a papír piacán, mely felhajtja a részvény árfolyamát. Ez az árfolyam-emelkedés pedig csak erősíti a shortolók vételi kedvét, mivel azok minimalizálni szeretnék veszteségeiket. A közelmúltban erre a legjobb példát a Volkswagen nyújtotta: az autóiipari cég részvényének árfolyama 2008 októberében pár nap alatt majd ötszörösére emelkedett meghaladva az 1000 eurót is; a cég pedig piaci kapitalizációja alapján néhány órára a világ legértékesebb vállalatává vált.

3. ábra A Volkswagen árfolyam-alakulása short squeeze esetén



Forrás: Tóth (2009)

Short squeeze esetében tehát arra kényszerülhetünk, ha nincs megfelelő likviditásunk, hogy kényszer-likvidáljuk pozíciónkat, és hatalmas veszteségeket realizáljunk. Így érthetően ez is egy komoly kockázati forrása a short sellingnek.

1.3.5.4 Időzítés

A hosszú stratégiákhoz hasonlóan a short selling esetében is rendkívül fontos lehet a jó momentum megválasztása, vagyis a short pozíció felvételének időzítése. Még ha igaza is van a befektetőnek egy vállalat túlértékelttségét illetően, a piaci árfolyam ettől függetlenül jó ideig emelkedhet, vagy maradhat magasabb szinten mielőtt csökkeni, netán zuhanni kezdene. Jó példa erre a dotcom-lufi. Ha valaki a piac tetőzésekor, kora 2000-ben kezdett volna el shortolni, akkor vagyont nyert volna az üzleten, míg az 1999-ben shortolásba kezdők valószínűleg mindenüket elvesztették volna, noha már akkor is felülértékeltnek kezdték hinni a részvényeket.

2 SHORT SELLING – KEZDETEK ÉS TANULSÁGOS TÖRTÉNETEK

2.1 A Holland Kelet-indiai Társaság

A short selling kezdetét a szakirodalom általában az 1602-ben alapított Holland Kelet-indiai Társasághoz (Vereenigde Oost-Indische Compagnie, VOC) szokta kapcsolni (pl.: Angel, McCabe 2009), azon belül is Isaac le Maire nevéhez, aki sikeres holland kereskedő volt, és egyben a társaság részvényeinek közel negyedével rendelkezett. Le Maire igyekezett kihasználni belső információit, hogy azokat felhasználva anyagi haszonra tehesen szert. 1609-ben nyolc társával együtt felállítottak egy titkos társaságot, mely a VOC részvényeivel kereskedett, egészen pontosan határidős eladásokat hajtott végre anélkül, hogy tulajdonolt volna bármiféle VOC részvényt. A határidő közeledtével le Maire-ék pletykákat, negatív híreszteléseket terjesztettek, hogy alacsonyan tartsák, vagy lejjebb nyomják az árfolyamot, így profitálva a határidős pozíciók zárásából. (Le Maire-ék még egy francia rivális társaság felállításával is kísérleteztek, csak, hogy lejjebb nyomják a VOC árfolyamát, ez azonban sikertelen próbálkozás volt.) (Dillen, Poitras & Majithia 2005)

Ez a fajta tevékenység természetesen a VOC további részvényeseinek kárára történt, akik gyakran kellett, hogy alacsony árfolyamon váljanak meg részvényeiktől. 1609-ben egy nagyobb esést követően a részvényesek a holland kormányt arra készítették, hogy tiltsa be a határidős eladást, ha az eladó nem rendelkezett a részvénnel az eladás pillanatában. Ez tulajdonképpen az első short selling korlátozásnak tekinthető a történelemben, melyet 1610-ben vezettek be. (Dillen, Poitras & Majithia 2005)

1610 és 1611 között a VOC részvények 200%-os emelkedést produkáltak, mely a titkos társaság nagy részének csődjét jelentette. Le Maire teljesíteni tudta a vele szemben fennálló követeléseket, azonban ő is súlyos veszteségeket könyvelt el (Wikipedia 2010).

2.2 A Bank of England megtörése

Soros Györgyöt 1992. szeptember 22-e, „fekete szerda” óta Londonban úgy tartják számon mint „az embert, aki térdre kényszerítette a bankot”, ami alatt a Bank of England-et kell érteni, és azt a sikeres spekulációs támadást, melyet Soros indított többedmagával a font ellen 1992-ben (Index 2009).

A kilencvenes évek elején már konkrét menetrend készült az egységes európai pénz kialakítására: felállították az Európai Monetáris Rendszert (EMS), mely az euró bevezetése előtt igyekezett megteremteni az érintett európai országok árfolyam-stabilitását. Az EMS három eszköze, az ECU nevű közös valutaegység szabályozása, az Európai Árfolyam-mechanizmus (ERM) és egy közös alap volt. ez a rendszer került válságba 1991-1992-ben (Figyelő 2010). Az volt ugyanis a probléma, hogy az angol font felértékelve került be az ERM rendszerbe, amelyet ugyan a német bankárok érzekeltek, akkor mégsem tettek semmit. Sőt később az európai pénzügyi vezetők elkezdtek bizonygatni, hogy minden a legnagyobb rendben van, rendszer fenntartható. Ez keltette fel Soros György és az általa elnökölt Quantum Fund vezérigazgatójának, Stanley Druckenmiller figyelmét. Sok kisebb európai állam is – érzekelve az értékelési anomáliát – egyre inkább német márkában töltötte fel tartalékait. (Figyelő 2010)

Ezt látva Sorosék a fontban felvett kölcsönöket márkára váltották, illetve a határidős devizapiacokon elkezdtek shortolni a fontot, rövid pozíciót vettek fel, míg a márkában hosszú pozíciót. Vagyis aktuálisan és későbbi időpontra is fontot váltották át márkára. Sorosék arra spekuláltak ezzel, hogy amennyiben az angol jegybank már nem képes megvédeni a fontot, akkor a font rögzített árfolyama megszűnik, és kénytelen lesz leértékelni azt a márkával szemben. Ekkor pedig a felvett pozíciók zárásával hatalmas összeget lehet zsebre tenni. (Figyelő 2010)

A stratégia legnagyobb kockázata az volt, hogy a német Bundesbank kisegíthette volna Londont, ha úgy dönt, akkor korlátlanul rendelkezésre állhatott volna a márka az igények kielégítésére. Ám ezt a németek – gazdaságuk akkori gyenge állapota miatt – nem akarták meglépni. Végül, a fontra nehezedő nyomást a hisztérikus hangulatban

szeptember 16-án hozott napon belüli kétszáz-kétszáz bázispontos kamatemelés sem enyhítette, sőt csak a probléma mélységére hívta fel a figyelmet, mely a fontból való menekülést erősítette. A már említett „fekete szerdán”, 1992. szeptember 22-én a Bank of England nem bírta tovább a nyomást, leértékelték a fontot, és kivették az ERM-rendszerből. Soros pedig egymilliárd dollárt nyert a támadáson. (Kiss, Lublós 2009)

2.3 A Lehman Brothers bukása

A Lehman Brothers csődjét a szakértők vízvázasztónak tekintik a 2008-2009-es válság történetében (pl.: Király 2009). 2008. szeptember 15-én a FED és a Treasury közös döntése alapján a Lehman Brothers-nek már nem nyújtottak segédkezet, így az csődbe jutott⁸. Ez –, mint azt láthattuk később – lavinát indított el a pénzügyi világban. Soros György (2009) véleménye szerint az alábbi három fő okra vezethető vissza a Lehman bukása:

1. A long és short ügyletek aszimmetrikus kockázat-hozam aránya

A rövidre eladás kockázatainál már említettem, hogy a short esetében a veszteségek végtelenek lehetnek, ugyanakkor a potenciális nyereség véges. Ez a long pozíció esetében pont fordítva igaz: veszteségeink végesek, nyereségeink pedig elvben végtelenek lehetnek. Ez abban az aszimmetriában csapódik le, hogy, ha long pozíción veszítünk, akkor kockázati kitettségünk csökken, míg short pozíción veszíteni azt jelenti, hogy nő a kitettségünk. Vagyis a long befektetők sokkal türelmesebbek tudnak lenni, mint a shortolók.

2. A CDS mint kényelmes shortolási lehetőség

Soros szerint a CDS értékpapír⁹ egy olyan kényelmes módja egy kötvénykibocsátó shortolásának, ahol a kockázati aszimmetria pont a shortolóknak kedvez. Vagyis a CDS megvétele általi shortolás véges

⁸ Korábban, 2008 márciusában a FED és a Treasury kisegítették a Bear Stearns-t, 2008 nyarán a Fannie és Freddie Mac-et, illetve 2008. szeptember 15-én az AIG-t is megmentették.

⁹ A CDS (Credit Default Swap) egy alap hitelderivatív termék. „A kockázat vásárlója évi x bázispont kifizetését vállalja, hogy az általa nyújtott hitel (birtokolt kötvény) defaultja (nemteljesítése esetén) a hitelkockázat eladója megtérítse veszteségét.” (Nagy 2009) Vagyis a CDS egyfajta biztosítást jelent egy kötvénykibocsátó csődbe menetele esetére.

kockázatot, de végtelen profitlehetőséget jelent. Ennek az aszimmetriának a megfordulása arra ösztönzi a befektetőket, hogy a CDS-en keresztül inkább short pozíciót vállaljanak, ami nyomást gyakorol a kibocsátó kötvényeire is.

3. Reflexivitás

A Soros által sokat emlegetett reflexivitás szerint, a piaci félrearázások visszahatnak a fundamentumokra, melyeket a piaci áraknak amúgy tükrözniük kellene. Ez fokozottan igaz a pénzügyi intézetekre, melyek működése rendkívüli módon függ a beléjük vetett bizalomtól.

E három dolgot összevetve már látható, hogy a Lehman Brothers – több másik pénzügyi intézet mellett – a részvények shortolásának és a CDS-ek egyidejű vásárlásának együttes, egymást erősítő hatására omlott össze 2008 szeptemberében.

2.4 Az OTP elleni támadás

2008. október 9-én az OTP papírjait is támadás érte egy nagymértékű rövid pozíció megnyitásának keretében. A PSZÁF vizsgálódása nyomán később kiderült, hogy a támadás mögött a – már nem Soros György által vezetett – Soros Fund Management LLC állt.

A felügyelet a vizsgált részvénytranzakciók mögött úgynevezett részvényswap ügyletet tárt fel, amelynek megbízói oldalán a Soros Fund Management LLC állt. 2008. október 9-én a Soros Fund Management LLC 390 ezer darab OTP részvényt kért kölcsön egy londoni székhelyű befektetési szolgáltató értékpapír-kölcsönzési részlegétől, majd röviddel ezután egy swap ügylet keretében valamennyi kölcsönkért részvényre short kitétség létrehozását kérte. Az alap a 2008. október 9-én a kereskedés záró szakaszában összesen 251 ezer darab OTP törzsrészvényt adott el, aminek köszönhetően a napi záróár 3855 forinton állt meg, amely 9,29 százalékos negatív irányú elmozdulást eredményezett. A Soros Fund Management LLC a kölcsönkért 390 ezer darab részvényre felvett pozícióját egy ellenirányú ügyletkötéssel másnap le is zárta. (Origo 2009)

Az OTP-t érintő short ügyletek miatt a PSZÁF csaknem félmilliárd forintra bírságolta a Soros Fund Management LLC-t. A felügyelet határozata szerint az alap megsértette a piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi előírásokat, mivel a kereskedés záró szakaszát megelőző, illetve a záró szakaszra időzített, koncentrált nagymennyiségű piacidegen eladás (a részvények piacra öntése) a részvények piaci megítélését illetően alkalmas a piaci szereplők számára félrevezető jelzés adására. Vagyis a fenti tranzakció félrevezető azon befektetők számára, akik befektetési döntéseiket a záróárra tekintettel hozzák meg (PSZÁF 2009).

Az alap később megtámadta a felügyelet döntését, azonban ahogy az a PSZÁF sajtóközleményéből kiderül, a Fővárosi Ítéltábla 2010. április 23-án jogerőre emelte a határozatot, vagyis elutasította a Soros Fund Management LLC keresetét (PSZÁF 2010).

3 PIACI HATÉKONYSÁG

A rövidre eladás mellett a piaci hatékonyság tárgyköre az, melyet a további elméleti és gyakorlati vizsgálódás érdekében mindenképp be kell mutatnom. Ebben a fejezetben tehát bemutatom a piaci hatékonysághoz kapcsolódó főbb fogalmakat, majd kitérek a piaci hatékonyság különböző szintjeire, típusaira, az elméletből eredő következtetésekre, és összekötöm a fogalmat a rövidre eladás fogalmával.

3.1 Alapfogalmak

A piaci hatékonysághoz három főbb alapfogalom kapcsolódik: a piaci hatékonyság maga, a hatékony piac fogalma, illetve a hatékony piacok elmélete. Ezeket definiálom az alábbiakban.

A pénzügyekben többször előfordul a hatékonyság fogalma: megkülönböztetünk működési, allokációs és árazási/információs hatékonyságot. A rövidre eladás és a piaci hatékonyság kapcsán minket most az árazási hatékonyság érdekel, amely azt mutatja meg, hogy milyen gyorsan és pontosan épülnek be a pénzügyi eszközök árába az információk. A *piaci hatékonyság* alatt tehát ezen árazási hatékonyság szintjét értjük.

Akkor mondunk egy piacot *hatékony piacnak*, ha az újonnan beérkező információk gyorsan terjednek és pontosan be is épülnek a pénzügyi eszközök áraiba.

A *hatékony piacok elmélete* (Efficient Market Hypothesis, EMH) azt állítja, hogy a pénzügyi eszközök árfolyama az összes rendelkezésre álló információt tükrözi, vagyis a piacok olyan mértékben hatékonyak, hogy felesleges mindenfajta elemzés, - legyen az technikai, vagy fundamentális-, mivel az árfolyamok úgyis csak a legközelebbi új információra reagálva fognak elmozdulni. A befektetők így mindig a vállalt kockázati szintnek megfelelő egyensúlyi hozamot realizálnak.

3.2 Szintjei

A piaci hatékonyságnak 3 szintjét különbözteti meg az elmélet, attól függően, hogy mit értünk a fentebb említett „összes rendelkezésre álló információ” alatt (Bodie, Kane & Marcus 2005).

3.2.1 Gyenge hatékonyság

A hatékonyság gyenge szintje szerint a pénzügyi eszközök jelenlegi árfolyamában minden múltbeli információ megjelenik, így a múltbeli árfolyammozgások elemzéséből nem lehet semmit megállapítani a jövőbeli árfolyamokat illetően. Ez tulajdonképpen a technikai elemzés hiábavalóságát jelenti. Ha a múltbeli árfolyamok a jövőbeli áralakulásra vonatkozóan biztos információt hordoznának, akkor azt már az összes befektető megtanulta volna. Így ezek a jelzések mind elértéktelenednek abban a pillanatban, hogy köztudottá válnak: egy vételi jelzés során azonnal megugrik az árfolyam.

3.2.2 Közepes hatékonyság

Az elmélet a közepes hatékonyság teljesülése esetén felteszi, hogy a részvényárfolyamokban a múltbeli árfolyamokon felül minden, a vállalat kilátásaira vonatkozó, nyilvánosan elérhető információ tükröződik. Ilyen információk/hírek lehetnek a vállalat pénzügyi kimutatásai, termékvonala, nyereség- és osztalék-előrejelzések, személyi változások, fejlesztések híre, továbbá makroökonómiai hírek és kilátások, illetve az iparág egészét befolyásoló események, kilátások.

A piaci hatékonyság közepes szintje lényegében a technikai elemzés mellett a fundamentális elemzés haszontalanságát, és eredménytelenségét jelenti.

3.2.3 Erős hatékonyság

A piaci hatékonyság erős formája szerint a részvényárfolyamokban tükröződő információk körébe a korábbiakon felül a bennfentes információk is beletartoznak. Ez a szélsőséges állítás azt jelenti, hogy a bennfentes információkkal rendelkezők a törvényi tilalom ellenére is bennfentes kereskedelmet folytatnak, így a kizárólag általuk ismert információk is beépülnek az árakba. Megfordítva a logikát tehát, arra jutunk, hogy a piaci hatékonyság erős formáját elutasíthatjuk, mivel nem igaz, hogy pl. egy vállalat vezetője ne tudna előnyre szert tenni az általa birtokolt információnak köszönhetően.

3.3 A piaci hatékonyság következményei

A hatékony piacok elmélete több olyan következtetéssel bír, mely a valóságban nem feltétlen állja meg a helyét. Az alábbiakban e következményeket mutatom be Bakonyi (2008) alapján.

Az egyik ilyen következtetés az, hogy az elmélet gyenge formájában a technikai, míg a közepes hatékonyság mellett a fundamentális elemzés is felesleges pénzkidobásnak minősül. Nem meglepő tehát, hogy a Wall Street-i bankárok, technikai és fundamentális elemzők, alap- és portfóliókezelők nem fogadták szívesen az elméletet, és mai napig vita tárgyát képezi, hogy vajon hatékonyak-e a piacok.

A fentebiből adódóan a legjobb, amit egy befektető tehet, ha passzív befektetési stratégiát követve egy jól diverzifikált portfólióba (index megvétele) helyezi el a pénzét. Ezáltal megszabadul a részvények egyedi kockázatától, és csak a szisztematikus kockázatnak teszi ki magát. Emellett, ha a befektető hosszú távú pozíciót vállal az indexportfólióban, akkor az idő mellett, a tranzakciós és elemzési költségeket is megspórolhatja.

A piaci hatékonyságnak és jól informáltságnak köszönhetően a befektetők tisztában vannak azzal, ha egy vállalat menedzsmentje mindössze a rövidtávú árfolyam-emelkedést megcélozva hoz meg egy döntést. Ennek érdekében a vállalatvezetőknek a hosszú távú eredményességet kell szem előtt tartaniuk.

A hatékony piacok elmélete szerint közepes piaci hatékonyság esetén kizárólag bennfentes kereskedelemmel lehet adott kockázati szintnek megfelelő hozam feletti extra hozamot elérni.

A piaci hatékonyság erős formája önmagában hordoz egy paradoxont is, melyre Grossman és Stiglitz (1980) hívta fel a figyelmet. Tegyük fel, hogy az összes releváns információt tükröző árfolyamaink vannak, vagyis a piaci árak megfelelően tükrözik a részvények fair-értékét, a piacok hatékonyak. Emellett tegyük fel azt is, hogy a részvények elemzése időigényes és költséges folyamat. Ebben az esetben felmerül a kérdés, hogy, ha az árak helyesek, akkor miért vesződne bárki is a részvények elemzésével, az információ összegyűjtésével. Ha viszont nem foglalkozik senki a részvények elemzésével, az információ összegyűjtésével és feldolgozásával, akkor egyáltalán mi garantálja, hogy az árak helyesek is egyáltalán. Ezen ellentmondásnak köszönhetően megint csak elvethetjük a piaci hatékonyság erős formáját.

3.4 Miért jó, ha hatékonyak a piacok?

A piacok hatékonysága több szempontból is fontos attribútuma a tőkepiacoknak. Egyfelől fontos a befektetők számára, hogy a részvényárak mindig a vállalatok fundamentumait, kilátásait tükrözzék. Az ettől eltérő részvényárfolyamok, a félreárazott papírok megingathatják a befektetők piacokba vetett hitét: noha az adott értékpapír jelenleg alulárazott, mi garantálja, hogy megvételével később nyereséget realizálhat a befektető? Előfordulhat az is, hogy a piac „hatékonytalansága” (piaci anomália) tovább növekszik, a részvény pedig még alulárazottabb válik, és tovább csökken az árfolyama, a befektető pedig hiába rendelkezett a helyes információval, mégis veszteséget realizál.

Látható tehát, hogy a piaci hatékonyság önmagában is képes hozzájárulni a forgalom növekedéséhez. Ha tehát fennáll a hatékonyság, akkor fair játsszával szembesülünk a piacon, vagyis a fundamentumokat jól tükröző áron történik a vétel és az eladás is.

A piaci tökéletlenségből (alul-, felülárazások) kiindulva juthatunk arra a következtetésre, hogy a piaci hatékonyság biztosítja a legtökéletesebb tőkeallokációt.

Ha ugyanis egy vállalatot fundamentumaitól elszakadva felülértékel a piac, és a vállalat új részvények kibocsátásba kezd, akkor a vállalat az ideálisnál több tőkét halmozhat fel, aminek végeredményeképp a befektető jár majd rosszul a félreárazás megszűnésekor.

A hatékony piacok elméletének teljesülése fontos visszajelző mechanizmust biztosít a vállalatok vezetőinek is, hiszen döntéseik hatása azonnal megmutatkozik az árfolyamokban. Ez a gyors és pontos visszajelzés pedig arra ösztönzi a vezetőket, hogy a részvényesi értéket hosszútávon növelő stratégiai döntéseket hozzanak, ami nyilvánvalóan kedvez a befektetőknek.

4 A SHORT SELLING KÖVETKEZMÉNYEI

A dolgozatom elején lévő idézettel már utaltam rá, hogy a rövidre eladást a modern részvénykereskedelem kezdete óta ellentmondás és vita övezi, mely napjainkban sincs másképp. A válság megjelenésével együtt erősödtek fel a short selling elleni tiltakozások és kirohanások is. Ugyanakkor fontos látni, hogy amellet, hogy a rövidre eladók mások szerencsétlenségéből profitálnak eladói tevékenységük során, – ezzel kiváltva a legtöbb befektető ellenérzését –, egyben társadalmilag és gazdaságilag is hasznos tevékenységet folytatnak.

A rövidre eladásnak megvan a maga előnye a piaci hatékonyságra vonatkozóan, de magában hordoz bizonyos kockázatokat is. A fejezetben bemutatom ezeket a következményeket, mind a gazdasági hasznokat, mind a gazdasági kockázatokat. Először azonban üzleti etikai oldalról közelítem meg a short sellinget, annak érdekében, hogy bemutassam a short sellinget kritizálók oldalát is, illetve megvizsgálja, hogy vajon etikus-e egyáltalán rövid pozíciót nyitni.

4.1 A rövidre eladás etikai kritikája

Angel és McCabe (2009) összegyűjtötte, hogy általában milyen etikai kritikákkal szokták illetni a short sellinget, ezt követően pedig megvizsgálták ezen állítások helyességét is. Az alábbiakban a szerzők által összegyűjtött állításokat, majd azok vizsgálatát, az arra adható válaszokat mutatom be.

1) „A rövidre eladás etikátlan tevékenységekre ösztönöz.”

Vannak olyan rövidre eladók, akik lejárató kampányt indítanak a célvállalatok ellen, melyekben hamis vagy félrevezető információkat terjesztenek az adott vállalattal kapcsolatban. Maga a rövidre eladás tényleg gazdaságilag erre ösztönöz, ugyanakkor ezek a tevékenységek teljesen etikátlanok és törvénytelenek is. Ha mégsem tökéletesek e tiltó törvények, sok esetben a rövidre eladást kezdik el támadni a befektetők, és a vállalatvezetők.

A szerzők felhívják arra hívják fel a figyelmet, hogy önmagában nem elegendő azt vizsgálni, hogy a rövidre eladás gazdaságilag bűncselekményre ösztönöz, mivel annak jótékony gazdasági hatásait is figyelembe kell venni. Ugyanilyen alapon például az életbiztosítást is támadni lehetne, hiszen az is etikátlan tevékenységre, bűncselekményre ösztönöz, mégis társadalmilag hasznos intézményről van szó.

2) „A rövidre eladók nem csak, hogy profitálnak mások szerencsétlenségéből, de ők is okozzák azt.”

Ceteris paribus, egy újabb eladás csökkenteni fogja a részvény árfolyamát, így okozva kárt a többi befektetőnek, ez tény. Ugyanakkor Irvine (2002) szerint egészen addig nem etikátlan mások szerencsétlenségéből profitálni, amíg nem mi okozzuk azt. Vegyük például a doktort, aki mások szerencsétlenségéből profitál, de egyben csökkenti is a beteg szenvedését. A rövidre eladók is mások szerencsétlenségéből profitálnak, de a félreárazást, amelyet kihasználnak a profitszerzés reményében nem ők okozták. Ha valóban felülértékelt az adott részvény, melyet rövidre eladnak, akkor rövidtávon egyfelől kárt okoznak a jelenlegi részvényeseknek, másfelől megakadályozzák, hogy mások felülértékelt részvényt vegyenek. Ez utóbbi két hatás kiegyenlíti egymást.

3) „A rövidre eladás csak szerencsejáték.”

Ez a kijelentés akármelyik kockázatos pénzügyi terméket megillette. Továbbá azt is fontos látni, hogy a szerencsejátékot meg kell különböztetni a spekulációtól. Mindkettő kockázatos tevékenység, de míg előbbi esetében a résztvevőnek nincs jogos elvárása arra nézve, hogy nyer-e, addig utóbbinál a befektetőnek van valamiféle oka azt hinni, hogy nyerhet az ügyleten. Ide kapcsolható a klasszikus megkülönböztetés is spekuláns és hazardőr/szerencsejátékos között. Mindketten vállalnak kockázatot ügyleteik során, azonban míg a spekuláns ezt egy kockázati prémiumért teszi, addig a hazardőr magáért a kockázatért vállalja a kockázatos ügyletet, ő egy kockázatkedvelő befektetőtípust képvisel.

Mindemellett még meg lehet említeni, hogy a spekulálók sok esetben társadalmilag hasznos módon extra likviditást indukálnak a piacokon. Egyfajta spekuláló az árjegyző maga is, aki biztosítja a piacok likviditását.

4) „A rövidre eladás lehetővé teszi a piacot befolyásolóknak, hogy lenyomják az árakat.”

Az aktív short selling tevékenységet szokták „medve-támadásnak” is nevezni. Sokan úgy vélekednek, hogy ezek egyfelől csökkentik a piaci hatékonyságot, mivel a piaci árak torzulását okozzák, másrészt megnehezítik a vállalatok számára szükséges tőke összegyűjtését is.

Azonban látni kell, hogy rövidtávon akárki meg tudja mozgatni a piacot, ha rendelkezik a megfelelő tőkével hozzá, de önmagában az eladásból és vételből aligha lehet profitálni. A rövidre eladó hiába ad el nagy mennyiségben, és nyomja le az árakat ez által, amint zárja a pozícióját, az árfolyam vissza fog emelkedni, kivéve két esetet. Az első eset az, ha valóban felülértékelt volt az adott részvény, amire ráébred a többi befektető is. Ezt már láttuk, hogy társadalmilag hasznosnak is mondható, növeli a piaci hatékonyságot. A másik eset az, ha a rövidre eladó negatív kampányba kezd. Ezt is említettük már: amellet, hogy etikátlan, törvénybe ütköző cselekmény is.

5) „A rövidre eladás növeli a piacok volatilitását.”

A rövidre eladáson alapuló kereskedési taktikák növelhetik a volatilitást, mivel a rossz hírek hallatán a rövidre eladók további short pozíciókat nyithatnak. Ezen kritika két részből áll: a rövidre eladás növeli a volatilitást, és hogy a volatilitás növekedése rossz. Több empirikus kutatás vizsgálta az előbbi állítást, és azt találták, hogy a short selling valójában még csökkenti is a volatilitást. Bris et al. (2004) világszerte vizsgálták a piacokat, és azt találták, hogy azon piacok volatilitása, ahol a short selling engedélyezett általában alacsonyabb azokénál, ahol az korlátozva van.

A kritika második, a nagyobb volatilitás jóságára/rosszaságára vonatkozó részéről a szerzők úgy vélekednek, hogy valójában a volatilitás még akár kedvező is lehet, mivel felhívhatja a figyelmet egy adott részvényre. Ezt az érvelést meglehetősen erőltetettnek érzem, alapvetően a volatilitás, vagyis a kockázat csökkenését preferálják a befektetők.

6) „A rövidre eladás lehetővé teszi a szavazati és tulajdonjog elválasztását.”

Abban az esetben, ha egy befektető hosszú és rövid pozíciót is felvesz egyszerre egy adott részvényben (két külön brókernél), akkor gazdasági kockázat nélkül

gyakorolhatja a szavazati jogát a hosszú pozíciónak köszönhetően („üres szavazat”), így lehetősége van befolyásolni egy szavazást feltehetőleg más részvényesek kárára.

Ez a kritika is azt feltételezi, hogy az „üres szavazás” valami rossz dolog, amit a szerzők nem kívánnak eldönteni. De még, ha valaki rossznak, elítélendőnek is tartja az üres szavazatot, akkor sem következik belőle egyenesen, hogy a rövidre eladást emiatt be kellene tiltani. Ehelyett inkább olyan szabályozást kellene hozni, hogy, csak azon részvényesek szavazhatnak, akik nem hedgelték a pozíciójukat.

4.2 A rövidre eladás előnyei

Az etikai vizsgálódásból is kitűnhetett, hogy a rövidre eladásnak sok gazdasági haszna van, de hátránya is akad. Most első körben az előnyökre fókuszálók.

4.2.1 A bid-ask spreadre és likviditásra gyakorolt hatása

Diamond és Verrecchia (1987) tanulmányozta a rövidre eladás korlátozásának az értékpapír-árfolyamok „rendeződésének sebességére” (adjustment-speed) kifejtett hatását. Azt találták, hogy korlátozás mellett magasabb bid-ask spreadre kell számítani, illetve alacsonyabb likviditásra. Utóbbi az alacsonyabb részvény-kínálatnak köszönhető, mivel az a néhány befektető, aki szeretne eladni, de jelenleg nem rendelkezik részvénnyel, nem tud megjelenni a piacon.

Angel és McCabe (2009) az árjegyző szempontjából vizsgálta a rövidre eladás jótékony hatását. Ha ugyanis a rövidre eladás engedélyezett, akkor az árjegyző képes szűkíteni a bid-ask spreadet, így csökkentve a befektetők tranzakciós költségeit, és biztosítva a piac számára extra likviditást. Emellett a befektetők nagyobb mennyiségekben is tudnak kereskedni, és hamarabb teljesíthetik tranzakcióikat.

Frino (1992) a bid-ask spreadekre fókuszálva vizsgálta a short selling hatását ugyancsak a likviditásért felelős árjegyzők szemszögéből: empirikus kutatása során megmutatta, hogy a shortolás engedélyezése valóban csökkenti a vételi és eladási ár

közötti különbséget. Ennek magyarázata, az hogy amennyiben a short selling tiltott, az árjegyzőknek kötelező azokat az értékpapírokat birtokolniuk, amelyeket el kívánnak adni. Mivel azonban számos kereskedőnek nem célja az értékpapírok fizikális felhalmozása (ezáltal csökkentve a készletezési kockázatot, „inventory risk”), a short selling tiltása a kínálati oldalon a verseny hiányát eredményezheti. E verseny hiánya pedig szélesebb spreadet eredményez. (Kiss 2009)

Következésképpen elmondhatjuk, hogy a rövidre eladás nagymértékben képes hozzájárulni a piaci hatékonysághoz, az által, hogy csökkenti a kereskedés tranzakciós költségeit, így megkönnyítve a tőke szabad áramlását.

4.2.2 A volatilitásra gyakorolt hatása

A rövidre eladás volatilitásra gyakorolt hatását illetően kevés empirikus kutatás látott eddig napvilágot. A Kraus és Rubin (2002) által végzett kutatás szerint a volatilitás az általuk felépített modell paramétereitől függően vagy csökken, vagy nő, ha a korlátozást feloldják. Több országra kiterjedően vizsgálta ezt a kérdést Charoenrook és Daouk (2005) és Bris et al. (2004) is. Mindkét kutatás arra a következtetésre jutott, hogy a rövidre eladás engedélyezése kisebb volatilitással jár. A kisebb volatilitás pedig azért kedvező, mert az kisebb vállalt kockázatot jelent a befektetők számára.

4.2.3 Elvárt hozamra gyakorolt hatása

A rövidre eladás két módon hat az elvárt hozamra. Egyrészt, láttuk, hogy a rövidre eladás engedélyezése alacsonyabb volatilitással és magasabb likviditással jár. Ez a kettő pedig kihat az elvárt hozamra, mégpedig úgy, hogy az alacsonyabb volatilitás és a magasabb likviditás mind csökkenti az elvárt hozamot. Vagyis a rövidre eladás alacsonyabb elvárt hozamot eredményez. (Daouk, Charoenrook 2005)

Másrészt, a rövidre eladás hatékonyabb kockázat-terítést („sharing risks”) tesz lehetővé a befektetők számára, akik így megint csak alacsonyabb hozamot várnak el befektetéseik után.

4.2.4 Az árfolyamra gyakorolt hatása

A szakirodalom a legtöbb esetben a short selling korlátozások feloldása, a szabad kereskedés mellett érvel. Ez legfőképpen a rövidre eladás árfolyamokra gyakorolt (piaci hatékonyság szempontjából) kedvező hatásának köszönhető. Miller (1977), Diamond és Verrecchia (1987), Bai, Chang és Wang (2006) mind olyan elméleteket dolgoztak ki, melyek azt sugallják, hogy a piaci árak nem megfelelően tükrözik a rendelkezésre álló információkat, abban az esetben, ha a befektetők vélekedései kellőképp heterogének, és a short selling korlátozott.

Miller (1977) felülértékelési elmélete („overpricing theory”) szerint a rövidre eladás korlátozása, és heterogén befektetői vélemények esetén a pesszimista, jelenleg részvényt nem rendelkező befektetők vélekedése nem épül be az árfolyamba, így az folyton felülértékelt. Vagyis, ha a korlátozást megszüntetjük, akkor várhatóan csökkenni fog a részvény árfolyama; jobban megközelítve a fundamentumok által diktált árfolyamot, a piac hatékonysága javul.

Diamond és Verrecchia (1987) érvelése és modellje alapján az árfolyam nem torzul felfelé rövidre eladási korlátok mellett, viszont ekkor az új információk lassabban épülnek be az árfolyamba. Mindez a piaci hatékonyság magasabb szintjére utal a short selling engedélyezésének esetében.

Bai et al. (2006) ezzel szemben úgy érvel, hogy short selling korlátozások mellett a befektetők tisztában vannak azzal, hogy vannak bizonyos információk, amelyek nem képesek beépülni a részvényárfolyamba, így magasabb kockázati prémiumot megkövetelve az árfolyamok pont, hogy lefelé torzulnak. Lamba és Ariff (2006) ezzel konzisztens eredményre jutott a malajziai tőzsdén folytatott vizsgálatuk során. A piaci szereplők érzékelhetően pozitívan értékelték a piac teljességének javítását a short selling engedélyezése révén, így az árfolyamok ahelyett, hogy csökkentek volna, inkább emelkedtek a short selling korlátozás megszüntetése után.

Miller elméletével ellentmondó érvelésre mutat rá Charoenrook és Daouk (2005) is. Mint láthattuk az előző alfejezetnél, a rövidre eladás engedélyezése a befektetők által elvárt hozam alacsonyabb szintjeit eredményezi. Így, ha a korlátozást megszüntetik,

akkor a részvény-árfolyamnak növekednie kell. Látszik, hogy két különböző eredményre jutunk a két gondolatmenetet követve. Charoenrook és Daouk (2005) azonban rámutattak arra, hogy az utóbbi érvelés a shortolás teljes piaci korlátozása esetén akkor állja meg a helyét, ha az aggregált piaci hozamot vizsgáljuk. Ugyanakkor más kutatók, akik az egyedi részvények short-korlátozásainak hatását kutatva egyedi részvényeket vizsgáltak, az ellenkezőjét találták ennek, vagyis a korlátozások eltörlésekor a részvényárfolyamok csökkentek.

Ez az ellentmondás konzisztens azzal a feltevésével, miszerint az egyedi részvények szintjén az alacsonyabb likviditásért és a magasabb volatilitásért a befektetők nem várnak el magasabb hozamot, mivel az adott részvény extra egyedi kockázatát diverzifikálással meg tudják szüntetni. Ekkor a második érvelés háttérbe szorul, de megmarad Miller elmélete, mely az egyedi korlátozás eltörlésére alacsonyabb részvényárfolyamot jósol.

4.3 A rövidre eladás hátrányai

4.3.1 A piaci manipuláció eszköze?

A rövidre eladás, mint már korábban említettem, lejárató kampányokkal párosulva könnyen a piaci manipuláció eszközévé is válhat. Noha ezen lejárató kampányok szigorúan tilosak és etikátlanok is, mégis akad rá példa, hogy a shortolók elindítanak egy-egy az adott vállalatot érintő negatív híresztelést/pletykát. Ez azért is igaz mivel rendkívül nehezen bizonyítható tény, hogy egy adott befektető keze benne lenne a piacon forgó pletykák elindításában, így a lebukás kockázata is alacsony.

A kockázat tehát adott, hiszen láttuk, hogy a short selling etikátlan cselekvésekre ösztönözhet, de mint korábban is megállapítottam, ez még nem indok a short selling betiltására. Ehelyett a lejárató kampányok megfékezését kell biztosítani valamilyen szabályozói intézkedéssel.

4.3.2 Válságokat indukál?

A shortolás legfőbb hátrányaként a válságok indukálásának vádját szokták felhozni. Erre hívja fel a figyelmet Andersen (2005) is, aki szerint a short sellingnek köszönhetően hosszú távú medvepiacok alakulhatnak ki. Ez elsősorban lefelé irányuló trendek kezdetén figyelhető meg, mivel ekkor a befektetők nagyobb része kíván short pozíciót felvenni, ezzel tovább növelve az árfolyamra gyakorolt nyomást.

Ezzel szembe helyezkedik Bris professzor (Hulbert 2008), aki felhívja a figyelmet a Lehman Brothers példájára. 2008. szeptember 8-án, amikor a piacon mindenütt a Lehman Brothers esetleges csődjéről szóló pletykával lehetett találkozni a Lehman árfolyama 45%-ot zuhant 14,15\$-ról 7,79\$-ra. Bris szerint ezen a napon átlagosan 9,29\$-os árfolyamon nyitottak short pozíciókat a befektetők, mely lényegesen közelebb van a napi minimumhoz, mint a napi maximumhoz. Ebből az következik, hogy ezen befektetők elsősorban reagáltak az árfolyamesésre, nem pedig kiváltották azt.

Nem célolok a short selling minden áron való védelme, ha nincs megfelelően szabályozva, akkor véleményem szerint valóban alkalmas a lefelé ívelő trendek felnagyítására. Ugyanakkor a lefelé ívelés közepette is eljön az a pillanat, amikor a shortoló befektetők legalább egy kis része meglepszik addigi profitjával és vételi ajánlatot téve zárja pozícióját. Ez a fajta hatás a pánikban és hosszú pozícióban lévő befektetőkre nézve pozitív, akik e gyenge vételi szándék nélkül még nagyobb zuhannának. Erre a hatásra hívta fel a figyelmet Schwarz Félix tőzsde tanácsos is 1912. október 4-én tartott előadásában (Száz 2005):

„...és ha végül meggondoljuk, hogy a spekuláció túltengése következtében beálló krach alkalmával milyen szerencsétlenség az, ha a contremine [shortoló befektető – Beri] mérséklő hatása elmarad - hogy a ma annyira aktuális aviatikából vegyek egy illusztrációt: az ég felé szálló aeroplant, a hausse-spekulációt [hossz- vagy long-befektetés – Beri], lezuhanásában a védő ernyő, a contremine, menti meg a teljes pusztulástól.”

5 SZABÁLYOZÁS

A rövidre eladás már a kezdetek, az 1600-as évek óta vita tárgyát képezi: vajon szabad-e engedélyezni vagy sem ezt a tevékenységet. A korábbiakban bemutattam a rövidre eladás előnyeit és hátrányait is. Ezek alapján úgy vélem, hogy noha a rövidre eladásnak köszönhetően számolni kell némi hátránnyal, kockázattal is a tőkepiacoknak, a rövidre eladás mint intézmény gazdasági haszna olyan jelentős, melyről nehezen mondhatnak le a gazdaság szereplői, illetve a tőkepiaci szabályozók (a tevékenység tiltása révén). Ebben a fejezetben a mégiscsak tiltást, vagy egyéb korlátozást bevezető szabályozói oldalt mutatom be. Röviden bemutatom, hogy általánosságban mit várhatunk el egy ideális pénzügyi szabályozástól, majd áttekintem a 2008-2009-es gazdasági válságot megelőző időszak szabályozói gyakorlatát, illetve megvizsgálom a válság idején meghozott intézkedéseket is, és hogy ezek milyen hatással vannak a piaci hatékonyságra, ilyen szempontból mely tekinthető követendő példának.

5.1 Általában az ideális pénzügyi szabályozásról

A short selling szabályozásának kérdése egy sokkal általánosabb kérdést is felvet: milyen esetekben, és hogyan kellene szabályozni a pénzügyi piacokat. A szabályozások elsődleges céljaként általában a gazdaság hatékonyságának maximalizálását szokták megjelölni, melyet a piaci tökéletlenségek kijavításán keresztül lehet elérni (Stigler 1978). Így tehát a pénzügyi szabályozás legfőbb feladata, hogy fenntartsa a versenyt, kezelje az externális hatásokat, illetve, hogy megvédje a befektetőket a piaci visszaélésektől (Houthakker és Williamson 1996).

Ezeket szem előtt tartva Grünwald et al. (2010) a következő 3 fő elvárást támasztja a pénzügyi szabályozásokkal szemben:

1. piaci tökéletlenségek kezelését tartja szem előtt,
2. melyeket ténylegesen el is ér, tehát hatásos, illetve
3. a szabályozás gazdasági haszna meghaladja annak költségeit.

A szabályozás költségei közé tartozik annak betartatásának biztosítása, elfogadásának folyamatos figyelemmel kísérése, illetve a szabályozás bevezetéséből eredő nem várt negatív mellékhatások.

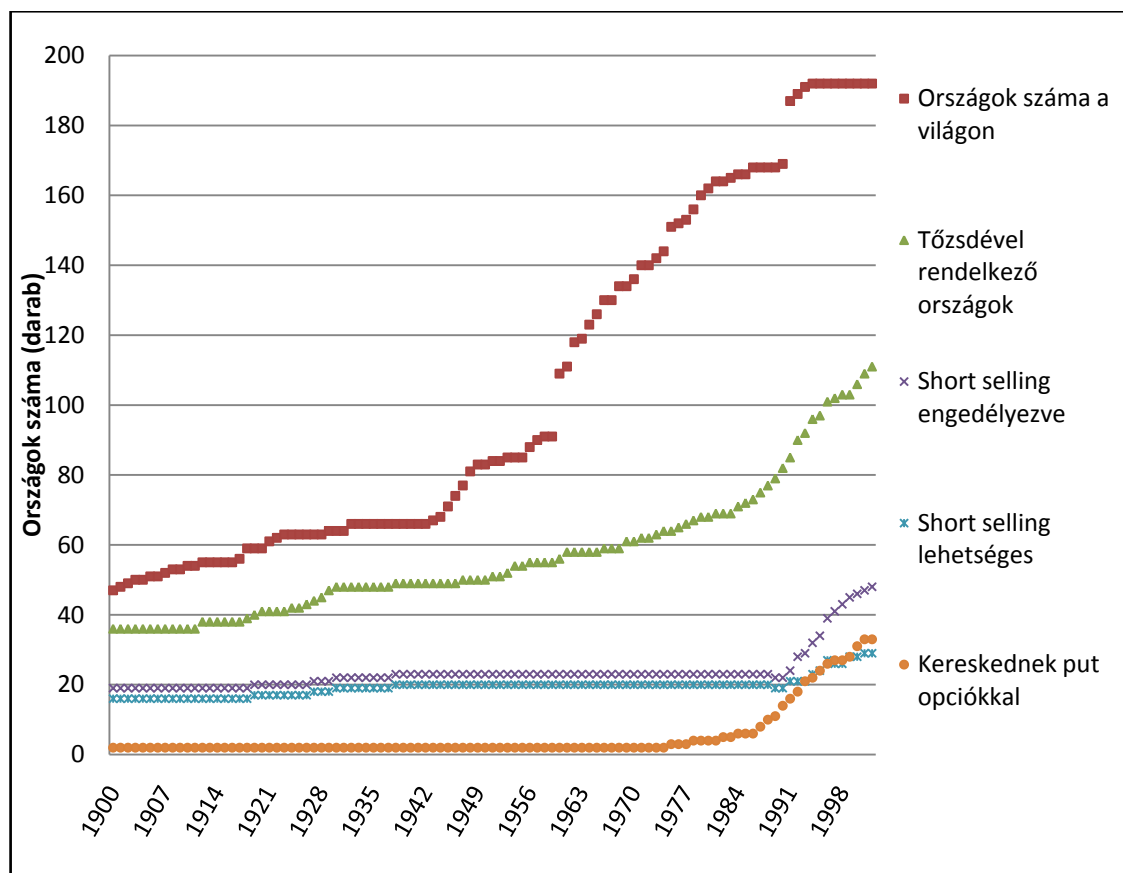
5.2 A rövidre eladás szabályozásának gyakorlata a válság előtt

5.2.1 Globális kitekintés

Az a tény, hogy a világ tőzsdéinek kevesebb, mint fele engedélyezi a rövidre eladást, azt mutatja, hogy máig nincs egyetértés e kérdésben. A 4. ábra a short selling-szabályozás alakulását mutatja be a világon a XX. században. Érdekessége az ábrának, hogy meg kell különböztetnünk azt a tényt, hogy egy adott országban engedélyezett a short selling attól, hogy ott lehetséges is short ügyletbe bonyolódni. Ennek az az oka, hogy vannak olyan országok (pl. Új-Zéland), ahol törvényi szabályozás nem korlátozza a short selling gyakorlását, viszont a tényleges megvalósításhoz szükséges intézményi háttér hiányzik, esetleg adózási szabályok miatt nem is érdemes short pozíciót felvenni. Emellett ennek inverze is előfordul (pl. Szingapúr), vagyis a short selling hiába tiltott tevékenység egy adott ország tőkepiacán, ha az offshore piacokon engedélyezett (Daouk, Charoenrook 2005).

Az ábrán short selling szabályozáson kívül azon országok száma is fel van tüntetve, ahol kereskednek put opciókkal. Egy put opció azzal a joggal ruházza fel tulajdonosát, hogy adott kötési árfolyamon, adott időpontban eladhasson egy részvényt. Ennek köszönhetően a put opciók vétele mögött is hasonló motiváció húzódik meg, mint a rövidre eladás mögött: a put opció vásárlója azt szeretné, ha az adott részvény árfolyama minél inkább a kötési árfolyam alá esne. Ugyanakkor a put opciók meglehetősen drága instrumentumok a rövidre eladáshoz képest.

4. ábra A short selling szabályozása és a put opciók a XX. században



Forrás: Charoenrook és Daouk (2005, p. 43)¹⁰

Bris et al. (2003) ugyanezt a csoportosítást alkalmazva vizsgálta a világ tőzsdéinek piaci kapitalizációját. Először az alapján, hogy engedélyezett-e, és ha igen, akkor ténylegesen gyakorolják-e, vagy épp tiltják/nem gyakorolják egy adott országban a short sellinget (3. táblázat első fele). Ettől a csoportosítástól kis mértékben eltér az, ahol azt vizsgáljuk, hogy ténylegesen lehet-e shortolni vagy sem egy adott részvényt (3. táblázat második fele). Ugyanis pl. az előbb említett szingapúri részvényeket lehet shortolni, így ez utóbbi kategorizálásnál növeli a shortolható piaci kapitalizáció összegét, míg az előbbi kategorizálásnál a „nem engedélyezett” csoporthoz tartoztak.

A két kategorizálási típustól eltekintve látható, hogy 1990-ben a világ piaci kapitalizációjának 93,30%-a tartozott abba a kategóriába, amit lehet shortolni, és ez az adat több mint 10 év elteltével sem változott jelentősen.

¹⁰ Ezúton köszönöm a szerzőknek, hogy rendelkezésemre bocsátották a nyers adatokat.

Továbbá, ha összevetjük a 3. táblázatot a 4. ábrával kiolvasható, hogy a fontosabb pénzügyi központok (pl. USA), melyek relatíve nagyobb részét teszik ki a világ tőzsdei kapitalizációjának, általában engedélyezik a rövidre eladást a gyakorlatban. Ugyanis, míg az országoknak kb. 25%-a engedélyezi a short sellinget, addig a piaci kapitalizáció jóval nagyobb hányadát (93%-94% körül ingadozott) lehet shortolni. Így a nagyobb piaci kapitalizációs súllyal rendelkező országok várhatóan abba a kategóriába esnek, melyek engedélyezik a short ügyleteket, még ha valamelyest korlátozzák is (pl. uptick-szabály).

3. táblázat: A világ piaci kapitalizációja (millió dollárban) és a rövidre eladás korlátozása

Év	Világpiaci kapitalizáció azon országokban, ahol:			Világpiaci kapitalizáció:		
	A rövidre eladás engedélyezett és alkalmazzák is a gyakorlatban	A rövidre eladás nem engedélyezett/nem alkalmazzák a gyakorlatban	Arány	"Shortolható"	"Nem-shortolható"	Arány
1990	\$81 163 692	\$5 827 897	93,30%	\$81 553 367	\$5 438 222	93,75%
1991	\$85 274 817	\$5 578 387	93,86%	\$85 715 565	\$5 137 639	94,35%
1992	\$87 417 000	\$6 781 783	92,80%	\$87 900 639	\$6 298 144	93,31%
1993	\$101 620 765	\$8 627 665	92,17%	\$102 206 024	\$8 042 406	92,71%
1994	\$117 619 058	\$14 023 882	89,35%	\$119 007 014	\$12 635 926	90,40%
1995	\$129 496 520	\$13 732 840	90,41%	\$131 265 871	\$11 963 489	91,65%
1996	\$159 746 807	\$12 226 042	92,89%	\$161 709 752	\$10 263 097	94,03%
1997	\$190 287 927	\$14 968 125	92,71%	\$192 744 804	\$12 511 248	93,90%
1998	\$228 150 782	\$14 201 662	94,14%	\$231 067 238	\$11 285 206	95,34%
1999	\$289 400 736	\$17 971 174	94,15%	\$294 573 817	\$12 798 093	95,84%
2000	\$341 861 145	\$23 188 939	93,65%	\$350 966 615	\$14 083 469	96,14%
2001	\$286 069 825	\$17 845 533	94,13%	\$292 645 485	\$11 269 873	96,29%
2002	\$246 785 645	\$17 596 158	93,34%	\$252 772 035	\$11 609 768	95,61%

Forrás: Bris et al. (2003, p. 23)

5.2.2 A korlátozás különböző típusai

A rövidre eladás korlátozásának sokféle formájával találkozhatunk a gyakorlatban. A piaci szabályozó dönthet úgy, hogy

- a piac egészére vonatkozóan tiltja meg a shortolást
- egyedi részvények esetében tiltja meg a shortolást
- bizonyos árfolyam-alakulási szabályhoz köti a shortolás tiltását (pl. uptick-szabály)
- a rövid pozíció nyitását kötelező bejelentéshez köti

5.3 A rövidre eladást érintő intézkedések a válság hatására

5.3.1 Globális kitekintés

A válság alatt rengeteg ország vezetett be rendkívüli short selling korlátozást eredményező intézkedést. Attól tartva, hogy a rövidre eladó befektetők tovább mélyítik a válságot, a piaci szabályozók a fentebb felsorolt korlátozások közül szemezgettek. Ennek kronológiáját, a korlátozás típusát, az intézkedések által érintett vállalatok csoportját mutatja be az 1. melléklet 29 ország esetében.

Ezt átdolgozva, korlátozás típusok szerint vizsgálva kaptam az alábbi táblázatot.

4. táblázat A short selling korlátozásának típusai 29 országban

Korlátozás típusa	Országok száma
bejelentési kötelezettség	16
circuit breaker	1
NSS tiltása	10
SS szigorítása	5
SS tiltása	19
új szabályozás	1
uptick szabály	3

Forrás: Grünewald, Wagner & Weber (2010), saját szerkesztés

Látható, hogy a leggyakrabban alkalmazott (19 országban vezették be a 29-ből) korlátozás a short selling egyértelmű tiltása¹¹ volt, majd a bejelentési kötelezettséghez kötött rövidre eladás következik (16), a harmadik leggyakoribb intézkedés pedig a fedezetlen rövidre eladás tiltása volt (10). Érdemes kiemelni még a circuit breaker rendszer egyedüli alkalmazóját, Ausztriát, illetve az uptick szabályt alkalmazó Görögországot, Oroszországot és Taiwant.

A továbbiakban három országot emelek ki, ezek short selling intézkedéseit, illetve jövőre vonatkozó terveit mutatom be. Ez a három ország az Amerikai Egyesült Államok (továbbiakban USA), az Egyesült Királyság (továbbiakban UK), és Magyarország. Magyarország mellett azért e két országot választottam vizsgálódás tárgyául, mert világszerte viszonylatban két rendkívül meghatározó országról van szó, és mégis két meglehetősen különböző intézkedéscsomaggal álltak elő a két ország piaci szabályozói.

5.3.2 USA és a SEC – uptick szabály és circuit breaker rendszer

Az USA-ban az Értékpapír- és Tőzsd felügyelet (Securities and Exchange Commission, SEC) a válságot megelőzően meglehetősen átfogóan szabályozta a rövidre eladást illetve a fedezetlen rövidre eladást is (Regulation SHO). Az 1934 óta érvényben lévő uptick-szabály lényege, hogy megnehezítse az árfolyamesésre játszó shortolók dolgát. A szabály ugyanis csak akkor engedi meg a shortolást, ha az felfelé történő árelmozdulással („uptick”), vagy zéró pozitív árelmozdulással („zero-uptick”) jár. Ez azt jelenti, hogy a shortoló által megadott kötési ár vagy egyértelműen magasabb, mint az azt megelőző árfolyam, vagy megegyezik a korábbi árfolyammal, ami viszont meghaladja az azt megelőzőt. Ennek értelmében a shortolók nem nyomhatják le önkényesen az árfolyamot, miután elhelyeztek egy rövidre eladási ajánlatot, meg kell várniuk, hogy a szabálynak eleget téve valaki uptick-et, vagy zero-uptick-et eredményező vételi ajánlatot tegyen.

A szabály működési mechanizmusát jól szemlélteti az alábbi ábra.

¹¹ Ebben a táblázatban nem részleteztem, hogy az egyes korlátozások, mely vállalatok papírjait célozták meg (ez továbbra is az 1. mellékletből olvasható ki), így pl. a short selling egyértelmű tiltásának ereje, hatásának intenzitása különbözhet az egyes országokban.

5. táblázat Az uptick-szabály működési mechanizmusa

Idő	Kötésnagyság (db)	Ár (\$)	Elmozdulás típusa	Short selling engedélyezett?
12:18:53	2000	54,45		
12:19:05	1500	54,44	negatív	nem
12:19:10	400	54,46	pozitív	igen
12:19:16	700	54,46	zéró pozitív	igen
12:19:22	1000	54,40	negatív	nem
12:19:29	200	54,42	pozitív	igen
12:19:32	500	54,48	pozitív	igen
12:19:38	200	54,48	zéró pozitív	igen

Forrás: O'neil (2005, p. 4) in Kiss (2009)

Még a válság kitörése előtt, 2007-ben a SEC felfüggesztette az uptick-szabályt, arra hivatkozva, hogy a szabály kissé csökkentette a piac likviditását, és mindemellett nem feltétlen szükséges eszköze a visszaélések megakadályozásának (BÉT 2009). Ezek után, a válság kitörésekor több politikus és szakember, köztük Warren Buffett is felszólalt az uptick-szabály mihamarabbi visszaállítására, a shortolás bármilyen korlátozása mellett (Világgazdaság 2009) in (Kiss, Lublós 2009).

Így nem meglepő módon a válság kitörését követően, egészen pontosan a Lehman Brothers összeomlásakor, az USA az elsők között tiltotta meg a pénzügyi vállalatok részvényeinek shortolását. Emellett a SEC 2008. október 17-én olyan, a fedezetlen short sellingre vonatkozó intézkedéseket hozott, melyek nem teljes mértékben érték el hatásukat. A szabály értelmében a rövidre eladónak az alábbi három lehetőség közül kell választania:

1. kölcsönvenni a részvényt a rövidre eladást megelőzően, vagy
2. felkutatni a kölcsönveendő részvényt a rövidre eladás előtt, vagy
3. bizonyosan hinni, hogy a kölcsönveendő részvény fellelhető lesz a közeljövőben.

Ahogy az sejtető, a harmadik állítás a szabály gyengepontja, így a fedezetlen rövidre eladás továbbra is előfordulhatott (BÉT 2009).

A SEC a jövőre vonatkozóan jelenleg tartós intézkedés meghozatalát fontolgatja. Az első az uptick-szabály módosított változata, mely csak uptick esetén engedélyezné a

rövidre eladást. A másik megoldás pedig az uptick szabály visszaállítását egy „áramkör-megszakító” („circuit breaker”) rendszerrel egészítené ki (Grünwald, Wagner & Weber 2010). Ennek lényege, hogy normális piaci körülmények között a befektetők szabadon shortolhatnak, viszont egy komolyabb árfolyam-csökkenés után azonnal bekapcsol az áramkör-megszakító berendezés, azaz életbe lép az uptick-szabály, mely megakadályozza a további lefelé ívelő spirált.

Az előbbi megoldás, az uptick-szabály tartós bevezetése feltételezhetően megint csak csökkentené a piac likviditását, ezáltal csökkentve a piaci hatékonyságot. Az utóbbi megoldás már jóval szerencsésebbnek tekinthető, mivel normális piaci körülmények között nem avatkozik be, nem csökkenti a piaci hatékonyságot a likviditás korlátozása mentén. Ugyanakkor endogén kockázatokat hordoz magában: ha a SEC egy előre bejelentett mértékű eséshez köti az uptick-szabály bekapcsolását, akkor ezt a piaci szereplők be fogják tudni árazni.

5.3.3 UK és az FSA – nyilvános bejelentési kötelezettség

Az Egyesült Királyságban a szabályozó FSA (Financial Services Authority) szintén az elsők között, akik megtiltották a pénzügyi papírok shortolását a Lehman Brothers csődbemenetelét követően. Ezen intézkedés mellett bejelentési kötelezettséget is rótt a rövidre eladókra, abban az esetben, ha nettó pozíciók meghaladta az adott részvény részvényállományának 0,25%-át.

Emellett az FSA már a válság ideje alatt vizsgálni kezdte, hogy a piacok megfelelő működése érdekében, milyen hosszú távú intézkedések kellene hoznia. Az FSA (2009) arra a következtetésre jutott vizsgálódása során, hogy nem kíván direkt korlátozásokat (pl.: a rövidre eladás kifejezett megtiltása egyes részvények esetében, vagy az uptick-szabály) állítani a rövidre eladás útjába.¹²

Ehelyett egy módosított, nyilvános bejelentési kötelezettségen alapuló szabályozást hozna létre, mely jelentősen megnövelné a rövidre eladói tevékenység

¹² Noha attól nem zárkózott el, hogy a későbbiekben, ha a piaci körülmények úgy kívánják ismételtlen bevezessen ideiglenes tiltásokat. Így az FSA egy sokkal diszkrecionálisabb alapra terelte a szabályozást.

transzparenciáját. Ennek értelmében, a befektetőnek nyilvánosan be kell jelentenie, amint nettó short pozíciója eléri, vagy meghaladja az adott vállalat kibocsátott részvényeinek 0,5%-át; illetve minden további 0,1%-os nettó short pozíció növekményt is (Grünwald, Wagner & Weber 2010).

Az FSA szerint a transzparenciának, melyet ez a rendszer tesz, lehetővé két főbb előnye van. Egyrészt, a nyilvánosságra hozott short pozíciók fontos információval bírnának más befektetők számára, akiket a félreárazásokra figyelmeztethet a magas short állomány, így hozzájárulva a piaci hatékonyság javulásához. Másrészt pedig a visszaélések, manipulációk kiszűrését könnyítheti meg a rendszer, mely ugyancsak a piaci tökéletlenségek feloldását eredményezheti.

Fontos azonban látni, hogy az FSA új rendszere komoly kockázatokat és költségeket is magában hordoz. Egyrészt direkt költségként jelentkezik magának a bejelentési kötelezettségnek a megvalósításához szükséges rendszer kiépítése. Másrészt nem várt mellékhatásként a befektetők látva, hogy egy vállalatnál magas a short pozíció állománya, arra a következtetésre jutnak, hogy valóban probléma lehet az adott vállalatnál, így ők maguk is (rövidre) eladásba kezdenek. Vagyis itt megjelenik a csorda-szellem és az önbeteljesítő jóslat problémája is.

5.3.4 Magyarország és a PSZÁF – nyilvános bejelentési kötelezettség

Magyarországon a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) 2009. szeptember 29-én, elfogadva a CESR (Committee of European Securities Regulators) javaslatát ugyancsak bejelentési kötelezettséghez kötötte a shortolást. Minden egyes short ügyletet, mely az adott vállalat teljes részvényállományának 0,1%-t eléri, vagy meghaladja, be kell jelenteni a PSZÁF-nak.

A jövőben várhatóan ezt a jelentési rendszert fogják Magyarországon is továbbfejleszteni a CESR által végzett kutatásokra, és javaslatokra alapozva. A CESR (2010) javaslat, legfrissebb, 2010. márciusi változata pedig az alábbi:

- a teljes részvényállomány 0,2%-ot meghaladó nettó short pozíciót a befektetőknek jelenteni kell a szabályozónak
- a teljes részvényállomány 0,5%-ot meghaladó nettó short pozíciót a befektetőknek jelenteni kell a szabályozónak, és emellett nyilvánosan is közzéteszik
- a befektetőnek minden további 0,1%-os növekményt jelentenie kell a szabályozónak (0,2% és 0,4% között), illetve a piacnak is (0,5% felett)

Amint azt az Egyesült Királyság és az FSA esetében megállapítottam, e rendszer is magában hordozza a kockázatokat, de az előnyei is egyértelműek.

ÖSSZEFOGLALÁS

Már többször említettem dolgozatomban, hogy a short selling a pénzügyi válság kapcsán ismételten a reflektorfénybe került, mint ahogy ez a történelem során már sokszor előfordult nagy esések, válságok idején. Ismételten felerősödtek a rövidre eladás előnyeiről és hátrányairól szóló viták, és, hogy ezek alapján milyen intézkedéseket kell a szabályozóknak meghozniuk. A világ különböző piaci szabályozói ténylegesen meg is léptek bizonyos lépéseket, vagyis intézkedéseikkel hol ideiglenes keretek közé szorították a short sellinget, hol egyenesen betiltották annak gyakorlását, hol pedig bejelentési kötelezettséget rendeltek el.

Dolgozatomban körüljártam a rövidre eladás és a piaci hatékonyság fogalomkörét, részletesen bemutattam a kettő kapcsolatát, vagyis, hogy a rövidre eladás milyen pozitív következményekkel bír a piaci hatékonyságra vonatkozóan. Ezek alapján a legfőbb üzenete dolgozatomban, hogy a short sellinget nem csupán hátrányai alapján kell megítélni, mint ahogy teszik azt sokszor a pórul járt hosszú-befektetők, akik a short selling intézményét, ha tehetnék végérvényesen betiltatnák. Ehelyett, észben tartva a rövidre eladás hátrányait, melyek ugyan szükségessé teszik valamilyen formában a korlátozást – nem a tiltást (!) –, a rövidre eladás előnyös oldalát is számításba kell venni. Ezen előnyök társadalmi haszna véleményem szerint jóval nagyobb mint a nem megfelelő szabályozás következtében érvényesülni képes negatív oldal.

Dolgozatomban kitértem ezen előnyökre, melyeket most röviden összefoglalok:

- A short selling alapgondolata, hogy lehetővé teszi az árfolyamesésre való spekulációt, akkor is nyereségre tehet szert a befektető, ha zuhan az árfolyam. Így a jól informált befektetők szélesebb körben válogathatnak befektetések között (long/short pozíciók).
- A short selling másik okaként említettem a hedgelést, a long pozíciók shorttal való ellentételezését, fedezését. Ez által a short selling a kockázatkezelés, a veszteség minimalizálás eszköze is lehet, mely mindenképp előnyös tulajdonsága.
- A short selling csökkenti a bid-ask spreadet, mely a tranzakciós költségek csökkenésén keresztül növeli a piacok likviditását.

- Kitértem a short selling volatilitásra gyakorolt negatív hatására is, mely végeredményben a befektetők számára jó hír, mivel a kisebb volatilitás, kisebb kockázatot jelent.
- Az előző kettőből következően a befektetők elvárt hozama is csökken, vagyis alacsonyabb hozamot várnak el általában befektetéseiktől, így nagyobb spektrumban képesek számukra alkalmas befektetések után kutatni.
- A short selling közvetlenül hat a piaci hatékonyságra, a fundamentumokat pontosabban tükröző árfolyamot tesz lehetővé az által, hogy az amúgy tiltás esetén a részvényen kívül rekedt befektetők a short sellingnek köszönhetően képesek esetleges negatív véleményüket kifejezni egy adott részvény piacán.
- Előzőből következik, hogy azon a piacon, ahol engedélyezik a short sellinget, a befektetők bizalma nagyobb lehet, hogy az árfolyam a fair értéket fejezi ki, mely önmagában képes tovább növelni a likviditást.
- Végül pedig a Schwarz Félix tőzsdetanácsostól származó idézettel utaltam arra is, hogy bizonyos esetekben a short selling csökkentheti egy negatív fordulat mélységét, mivel a short pozíciót záró befektetők folyamatos keresletet biztosítanak egy eladói nyomás alatt álló részvény esetében.

Ezek azok az előnyök, melyeket, mint mondtam nem szabad figyelmen kívül hagyni a short selling mint intézmény értékelésekor. Másfelől, természetesen igaz, hogy szükség van a negatív oldal kordában tartására is. Dolgozatomban a válság ideje alatt hozott gyors és ideiglenesnek szánt short selling szabályozási intézkedéseket, illetve jövőbeli hosszú távú intézkedés-tervezeteket vizsgáltam meg.

Magyarország mellett két országot emeltem ki, az Amerikai Egyesült Államokat és az Egyesült Királyságot, melyek a pénzügyi világ rendkívül meghatározó erővel bírnak, mégis két meglehetősen különböző intézkedéscsomaggal álltak elő a két ország piaci szabályozói.

A két főbb intézkedéscsomag-tervezetet (SEC – circuit-breaker, FSA – nyilvános bejelentési kötelezettség) vizsgálva, nem egyértelműen megállapítható, hogy előnyeik meghaladják a bennük rejlő kockázat okozta költségeket. Mégis, véleményem szerint előrelépést mutatnak a korábbi gyakorlatokhoz képest (pl.: „hagyományos” uptick-szabály). Elsősorban a SEC által kidolgozott circuit-breaker rendszert tartom életképes megoldásnak, mely „békeidőben” nem háborgatja a piaci hatékonyságot a short selling korlátozásán keresztül, ellenben komolyabb esések esetén megakadályozza az öngerjesztő mechanizmus elharapózását.

IRODALOMJEGYZÉK

- Andersen, V.J. 2005, "Could short selling make financial markets tumble?", *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, vol. 8., no. 4.
- Angel, J. & McCabe, D. 2009, "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", *Journal of Business Ethics*, vol. 84, pp. 239-249.
- Bai, Y., Chang, E.C. & Wang, J. 2006, "Asset prices under short-sale constraints", .
- Bakonyi, Á. 2008, *Piaci hatékonyság vizsgálata a magyar tőkepiacon statisztikai és ökonometriai módszerekkel*, Budapesti Corvinus Egyetem.
- BÉT 2009, *Background information on short selling*, Budapest.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. 2005, *Befektetések*, Aula Kiadó, Budapest.
- Bris, A., Goetzmann, W.N. & Zhu, N. 2004, "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World", *SSRN eLibrary*, .
- Bris, A., Goetzmann, W.N. & Zhu, N. 2003, "Short-Sales in Global Perspective", *SSRN eLibrary*, .
- Brückner, G. 2008, "Hogyan támadták meg az OTP-t és a forintot?", *FigyelőNet*, [Online], vol. 2010, no. 3/29/2010, pp. 3/29/2010. Available from: http://www.fn.hu/penzugy/20081105/hogyan_tamadtak_meg_otp/?action=nyomtat. [3/29/2010].
- CESR 2010, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2010 march, France, Paris.
- D'Avolio, G. 2002, "The market for borrowing stock", *Journal of Financial Economics*, vol. 66, no. 2-3, pp. 271-306.
- Daouk, H. & Charoenrook, A. 2005, "A Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions", *SSRN eLibrary*, .

- Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E. 1987, "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, no. 2, pp. 277-311.
- Dillen, J.G., Poitras, G. & Majithia, A. 2005, "Isaac Le Maire and the early trading in Dutch EastIndia Company shares" in *Pioneers of financial economics*, http://www.sfu.ca/~poitras/ch2_lemaire.pdf edn,.
- Dunbar, N. 2000, *Talált Pénz*, Panem, Budapest.
- Figyelő 2010, "Soros kontra font", [Online], vol. 2010, no. 4/10/2010. Available from: http://www.fn.hu/penzugy/20100312/soros_kontra_font/. [4/10/2010].
- Fleckenstein, B. 2010, "Bad management, not short-sellers, caused financial crisis", *MSN Money*, [Online], vol. 2010, no. 5/10/2010. Available from: <http://articles.moneycentral.msn.com/Investing/ContrarianChronicles/what-really-broke-the-banks.aspx>. [5/10/2010].
- Frino, A. 1992, *An empirical study of the effect of short selling on the bid ask spread*, University of Wollongong, Department of Accountancy.
- FSA 2009, *Short selling*.
- Grossman, S. & Stiglitz, J. 1980, "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, .
- Grünewald, S.N., Wagner, A.F. & Weber, R. 2010, "Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited", *International Journal of Disclosure and Governance*, .
- Hulbert, M. 2008, "Maybe Short-Selling Isn't So Bad, After All", *The New York Times*, [Online], vol. 2010, no. 3/29/2010, pp. 3/29/2010. Available from: http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28stra.html?_r=3. [3/29/2010].
- Hull, J.C. 1999, *Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek*, 3.th edn, Panem-Prentice-Hall, Budapest.
- Index 2009, , *Soros megint a font gyengülésére spekulált*. Available: <http://index.hu/gazdasag/vilag/srs0128/> [2010, 4/10/2010] .

Investopedia 2010a, , *Bear Market*. Available:

<http://www.investopedia.com/terms/b/bearmarket.asp> [2010, 3/21/2010] .

Investopedia 2010b, , *Hedge Definition*. Available:

<http://www.investopedia.com/terms/h/hedge.asp> [2010, 3/24/2010] .

Investopedia 2010c, , *Initial Margin*. Available:

<http://www.investopedia.com/terms/i/initialmargin.asp> [2010, 3/28/2010] .

Investopedia 2010d, , *Maintenance Margin*. Available:

<http://www.investopedia.com/terms/m/maintenancemargin.asp> [2010, 3/29/2010] .

Investopedia 2010e, , *What are the minimum margin requirements for a short sale account?*. Available:

<http://www.investopedia.com/ask/answers/05/shortmarginrequirements.asp> [2010, 3/29/2010] .

Irvine, W.B. 2002, "Ill-Wind Investing: The Ethics of Wishing", *Journal of Business Ethics*, .

Király, J. 2009, "A 2007- ? évi válság", Magyar Nemzeti Bank, előadás a Budapesti Corvinus Egyetemen.

Kiss, A.É. 2009, *Short selling a pénzügyi válság kapcsán*, Budapesti Corvinus Egyetem.

Kiss, A.É. & Lublós, Á. 2009, "Short selling a pénzügyi válság kapcsán", *Hitelintézeti Szemle*, vol. VIII, no. 5.

Kraus, A. & Rubin, A. 2002, *The Effect of Index Option Initiation on Volatility in the Presence of Heterogeneous Beliefs and Short Sale Constraints*, University of British Columbia.

Lamba, A.S. & Ariff, M. 2006, "Short selling restrictions and market completeness: the Malaysian experience", *Applied Financial Economics*, vol. 16, no. 5, pp. 385-393.

Meeker, J.E. 1932, *Short selling*, Harper and Brothers, New York.

Miller, E.M. 1977, "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *Journal of Finance*, vol. 32, no. 4, pp. 1151-1168.

- Nagy, M. 2009, "A szikra", Magyar Nemzeti Bank, előadás a Budapesti Corvinus Egyetemen.
- O'Neil, J.W. 2005, *How To Make Money Selling Stocks Short*, John Wiley & Sons, Inc., United States.
- Origo 2009, , *Félmilliárd forintra büntette a PSZÁF Soros György cégét*. Available: <http://www.origo.hu/uzletinegyed/befektetes/20090326-felmilliard-forintra-buntette-a-pszaf-soros-gyorgy-ceget.html> [2010, 5/10/2010] .
- PSZÁF 2010, *Sajtóközlemény: Jogerősen elutasította a bíróság a Soros Fund Management LLC keresetét*, http://www.pszaf.hu/hirek_ujdonsagok/10_04_23-Soros.html edn.
- PSZÁF 2009, *III/PP-B-24/2009. számú határozat felügyeleti bírság kiszabásáról a Soros Fund Management LLC-vel szemben, a piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt*, http://www.pszaf.hu/bal_menu/hatarozatok/tokepiaci_hatarozatok/III-PP-B-24-2009.html edn.
- Rini, A.W. 2002, *Bevezetés a részvények, kötvények, opciók világába*, Panem, Budapest.
- Saporito, B. 2008, "Are Short Sellers to Blame for the Financial Crisis?", *Time*, [Online], vol. 2010, no. 5/10/2010. Available from: <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1842499,00.html>. [5/10/2010].
- Soros, G. 2009, , *The Crash of 2008*. Available: <http://www.project-syndicate.org/commentary/soros40/English> [2010, 5/12/2010] .
- Száz, J. 2005, *Talált pénz - Opciók a mindennapokban és a pénzügyi piacokon*, <http://www.mindentudas.hu/szaz/20050228szaz1.html?pIdx=10> edn, Mindentudás Egyeteme.
- Taulli, T. 2004, *What is short selling?* The McGraw-Hill Companies, Inc., United States.
- Tóth, T. 2010, , *A short squeeze stratégia* [Homepage of Netfolio.hu], [Online]. Available: http://www.netfolio.hu/befektetesi_tippek/a_short_squeeze_strategia [2010, 3/29/2010] .
- Tóth, Z. 2009, , *A VW-saga*. Available: <http://totalcar.hu/magazin/kozelet/vwsaga/> [2010, 3/21/2010] .

Tőzsde-stratégia.hu 2010, , *Tőzsdestratégiák a technikai elemzés módszereivel*.
Available: http://www.tozsde-strategia.hu/strat_reszlet_1.htm [2010, 3/28/2010] .

Világgazdaság 2009, "Short kivégzés volt tegnap", [Online], vol. 2010, no. 4/10/2010.
Available from: http://www.vg.hu/penzugy/vg_online/penzugyek_-_kulfold/090311_cashline_264128. [4/10/2010].

Wikipedia 2010, , *Isaac Le Maire*. Available:
http://en.wikipedia.org/wiki/Isaac_Le_Maire [2010, 4/10/2010] .

Yuille, B. 2009, "Short Selling Tutorial", *Investopedia*, [Online], .

MELLÉKLETEK

1. melléklet A short selling szabályozása a válság ideje alatt

Ország	Korlátozás típusa	Időszak kezdete	Időszak vége	Érintett vállalatok
Ausztrália	SS tiltása	2008.09.22	2008.11.18	összes jegyzett vállalat
Ausztrália	SS tiltása	2008.11.19	2009.05.24	FI+SRF
Ausztrália	bejelentési kötelezettség	2008.09.22	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Ausztria	SS szigorítása	2008.09.23	2008.10.10	összes jegyzett vállalat
Ausztria	circuit breaker	2008.10.10	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Ausztria	SS tiltása	2008.10.10	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Ausztria	NSS tiltása	2008.10.27	2009.09.30	FI°
Belgium	NSS tiltása	2008.09.22	2009.09.21	FI°
Belgium	bejelentési kötelezettség	2008.09.22	2009.09.21	FI°
Dánia	SS tiltása	2008.10.13	ismeretlen	FI
Dél-Korea	SS tiltása	2008.10.01	2009.05.31	összes jegyzett vállalat
Dél-Korea	SS tiltása	2009.06.01	ismeretlen	FI
Egyesült Arab Emírségek	bejelentési kötelezettség	2008.10.15	2009.01.16	összes jegyzett vállalat
Franciaország	NSS tiltása	2008.09.22	ismeretlen	FI°
Franciaország	bejelentési kötelezettség	2008.09.22	ismeretlen	FI°
Görögország	bejelentési kötelezettség	2008.09.24	2008.10.10	összes jegyzett vállalat
Görögország	uptick szabály	2008.10.06	2008.10.10	összes jegyzett vállalat
Görögország	SS tiltása	2008.10.10	2009.05.31	összes jegyzett vállalat
Görögország	uptick szabály	2009.06.01	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Görögország	bejelentési kötelezettség	2009.06.01	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Hollandia	NSS tiltása	2008.09.21	2008.10.04	összes jegyzett vállalat
Hollandia	SS tiltása	2008.10.05	2009.05.31	FI°
Hollandia	bejelentési kötelezettség	2008.10.05	2009.12.31	FI°
India	bejelentési kötelezettség	2008.10.16	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
India	SS tiltása	2009.05.04	ismeretlen	NFI°
Indonézia	SS tiltása	2008.10.01	2009.04.30	összes jegyzett vállalat
Indonézia	SS szigorítása	2009.05.01	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Írország	SS tiltása	2008.09.19	ismeretlen	FI°
Írország	bejelentési kötelezettség	2008.09.23	ismeretlen	FI°
Izland	SS tiltása	2008.10.06	2009.01.30	FI°
Izland	bejelentési kötelezettség	2008.10.06	2009.01.30	összes jegyzett vállalat
Japán	NSS tiltása	2008.10.28	2009.07.31	összes jegyzett vállalat
Japán	bejelentési kötelezettség	2008.11.07	2009.07.31	összes jegyzett vállalat
Japán	SS szigorítása	2008.12.16	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Kanada	SS tiltása	2008.09.19	2008.10.08	FI°
Luxemburg	NSS tiltása	2008.09.19	ismeretlen	FI
Magyarország	bejelentési kötelezettség	2008.09.29	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Németország	NSS tiltása	2008.09.20	2010.01.31	FI°
Németország	NSS tiltása	2008.12.15	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Norvégia	SS tiltása	2008.10.08	ismeretlen	FI°

Olaszország	NSS tiltása	2008.09.23	2008.09.30	FI
Olaszország	SS tiltása	2008.10.01	2008.10.09	FI
Olaszország	SS tiltása	2008.10.10	2008.12.31	összes jegyzett vállalat
Olaszország	SS tiltása	2009.01.01	2009.01.31	FI+PO
Olaszország	NSS tiltása	2009.01.01	2009.07.31	összes jegyzett vállalat
Olaszország	SS tiltása	2009.02.01	2009.05.31	FI° + PO
Olaszország	SS tiltása	2009.06.01	2009.07.31	PO
Oroszország	SS tiltása	2008.09.22	2008.09.26	összes jegyzett vállalat
Oroszország	SS tiltása	2008.09.30	2009.06.15	összes jegyzett vállalat
Oroszország	uptick szabály	2009.06.16	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Pakisztán	SS tiltása	2008.09.24	2008.12.31	összes jegyzett vállalat
Portugália	NSS tiltása	2008.09.24	ismeretlen	FI°
Portugália	bejelentési kötelezettség	2008.09.29	ismeretlen	FI°
Spanyolország	bejelentési kötelezettség	2008.09.24	ismeretlen	FI°
Svájc	SS tiltása	2008.09.19	2008.12.19	FI°
Szingapúr	bejelentési kötelezettség	2008.09.25	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Szingapúr	SS szigorítása	2008.09.25	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Taiwan	SS szigorítása	2008.09.29	ismeretlen	összes jegyzett vállalat
Taiwan	SS tiltása	2008.10.01	2008.11.27	összes jegyzett vállalat
Taiwan	uptick szabály	2008.11.28	2009.04.30	összes jegyzett vállalat
Taiwan	uptick szabály	2009.01.05	ismeretlen	FI° + NFI°
UK	SS tiltása	2008.09.19	2009.01.16	FI°
UK	bejelentési kötelezettség	2008.09.23	2009.12.31	FI°
USA	NSS tiltása	2008.07.21	2008.08.20	FI°
USA	új szabályozás	2008.09.18	határozott	összes jegyzett vállalat
USA	SS tiltása	2008.09.19	2008.10.08	FI°
USA	bejelentési kötelezettség	2008.09.19	2008.10.08	összes jegyzett vállalat

Forrás: Grünewald, Wagner & Weber (2010)

Jelölések:

SS – rövidre eladás (short selling)

NSS – fedezetlen rövidre eladás (naked short selling)

FI – pénzügyi intézetek (financial institutions)

NFI – nem-pénzügyi intézetek (non-financial institutions)

PO – nyilvános kibocsátások (public offerings)

SRF – külön szabályozott vállalatok (specially regulated firms)

° - néhány kiválasztott vállalat