

Balla Zoltán*:

Súlyos következményekkel járhat, ha óvatlanul manipulálják a tőkepiacot

A tőkepiacok működésében a kereskedési volumen, vagyis az adott pénzügyi eszköz egy adott időszak alatt forgalmazott mennyisége az egyik leggyakrabban használt mutató a piaci aktivitás és likviditás mérésére. A magas forgalom ugyanakkor nem feltétlenül jelent egészséges vagy természetes piaci érdeklődést: torz piaci viszonyokra, szélsőséges esetben manipulációs kísérletre is utalhat.

Az értékpapír-kereskedési piaci visszaélésekről szóló uniós rendelet (MAR) szerint minden olyan kereskedési magatartás, amely hamis vagy félrevezető jelzést ad vagy adhat a keresletre, kínálatra vagy árra vonatkozóan, piaci manipulációnak minősülhet. A magas forgalmi arányt mutató kereskedés tehát komoly veszélyeket jelenthet a piaci integritás és a befektetői bizalom szempontjából. Van azonban néhány gyakorlati módszer, amellyel megelőzhető a forgalom félrevezető értelmezése vagy nem szándékos manipulálása.

A kereskedési volumen emelkedése alapvetően aktivitásnövekedést, a piaci érdeklődés erősödését jelzi. A klasszikus technikai elemzés szerint a volumen trendmegerősítő indikátorként szolgál, vagyis egy árfolyamemelkedést erős forgalom mellett tartósnak, gyengülő volumen mellett pedig kifulladásnak tekintenek. A gyakorlatban azonban a volumen és az információtartalom közötti kapcsolat nem mindig szoros. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a kereskedési aktivitás és a volumen között fennáll ugyan erős korreláció, ugyanakkor a volumen és a hozamok közötti kapcsolat gyakran gyenge vagy hiányzik.

A hirtelen megnövekedett forgalom nem feltétlenül jelez valós piaci információt. Lehet pusztán technikai vagy strukturális eredetű, például rövidtávú algoritmikusaktivitás, statisztikai arbitrázs vagy okozhatják likviditáskereső robotok. Az ilyen tartalom nélküli volumenemelkedést *likviditási illúzió*nak nevezzük. Ez a jelenség félrevezető jelzést adhat a piac többi szereplőjének, akik *követő magatartással* reagálhatnak azt feltételezve, hogy az emelkedés mögött valós információ áll.

Különösen veszélyes, ha a magas forgalmat valakik tudatosan generálják abból a célból, hogy az ár vagy a kereslet/kínálat mesterségesen befolyásolható legyen. A MAR 12. cikke értelmében minden olyan tranzakció, amely „valószínűleg hamis vagy félrevezető jelzést ad” a keresletről, kínálatról vagy árról, manipulációnak minősülhet. Ide sorolható például a wash trade, az azonos szereplők közötti adásvétel, az [önkötés](#), a layering, a hamis vételi és eladási megbízások egymásra építése, és a megbízáshalmozás, a megbízások rövid időn belüli visszavonásának gyakorlata is, amelyek célja jellemzően a forgalom és a likviditás illúziójának megteremtése.

Az uniós szabályozás a pénzügyi piacok integritását és átláthatóságát a MAR és a hozzá kapcsolódó végrehajtási rendeletek útján védi. A MAR hatálya kiterjed minden szabályozott piacon (BÉT), multilaterális (MTF – BÉT Xtend) és szervezett kereskedési rendszeren (OTF) forgalmazott pénzügyi eszközre. A kapcsolódó bizottsági rendelet a teljesség igénye nélkül részletesen felsorolja a manipulációs magatartásformákat, köztük azokat, amelyek forgalmi minták torzításán alapulnak.

A piaci manipuláció nem csak az ár mesterséges befolyásolását jelentheti, hanem a volumen torzítását is, ha az a befektetők számára félrevezető képet alakít ki egy pénzügyi eszköz forgalmi megítéléséről. A piacfelügyeleti hatóságoknak emellett figyelmet kell fordítaniuk az *abnormális* forgalmi mintákra is, mivel azok a befektetői bizalom sérüléséhez vezethetnek. A magas forgalommal járó, de fundamentálisan nem indokolt mozgások kockázatot hordoznak, mert félrevezetik a befektetőket a kereslet valós mértékét illetően, mesterséges ármozgásokat generálhatnak, likviditási illúziót kelthetnek. Ez különösen az alacsony forgalmú és kis kapitalizációjú részvények esetében veszélyes.

A három tényező együttes vagy külön teljesülése által csökkenhet a tőkepiacba vetett bizalom, szélsőséges esetben pedig a tőkepiac *kiszáradhat*. Szabályozói oldalról kockázati szempont az is, hogy az egy szereplő vagy csoport részéről végrehajtott ügyletmennyiség a napi összforgalomhoz viszonyítva meghatározó mértékben torzíthatja a keresleti-kínálatti viszonyokat és a piac többi szereplője számára téves jelzést küld.

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) már több eljárásában is felhívta már a figyelmet a MAR szerinti tiltott piaci manipuláció megállapításakor, hogy a vizsgált ügyletek, más tényezők együttes figyelembevétele és értékelése mellett a napi forgalom meghatározó. Így a 30%-nál nagyobb, de különösen a napi forgalom többségét kitevő arányok, más tényezők együttes figyelembevétele és értékelése mellett, akár erős indikátorai is lehetnek a piaci manipulációnak. A felügyeleti gyakorlat azt mutatja, hogy a napi forgalmi arány minél magasabb aránya, például 50% feletti értékek alapján a kockázat jelentősen megnövekszik, főleg, ha egybefüggő időszakon keresztül figyelhető meg az ilyen jellegű magatartás a kereskedésben. Nem szükséges és a piacfelügyeleti eljárásokban sem tényállási elem a manipulációra vonatkozó *szándék* megléte, arra alkalmassága alapján is minősülhet a kereskedés jogsértőnek.

A magas forgalmú kereskedés kockázatainak kezelésekor a felügyeleti, intézményi és befektetői szempontokat egyaránt figyelembe kell venni. Az uniós tagállami felügyeleteknek folyamatosan monitorozniuk kell a forgalmi adatokat és mintákat, annak érdekében, hogy a forgalom alakulását torzító stratégiát már korai szakaszban kiszűrjék és proaktív módon, a jogsértés megelőzése érdekében fel is hívják a befektetők figyelmét arra, hogy a kereskedési magatartásban azonosított mintázat folytatása miatt piacfelügyeleti eljárás indulhat el velük szemben.

A tapasztalatok azt mutatják, hogy a befektetési döntéshozók a jelzések alapján a kockázatok mérlegelését követően változtatnak kereskedési szokásaikon, és ilyenkor azzal is szembesülnek, hogy a háttérből a kereskedési folyamatokat *valaki* valóban aktívan nyomon követi.

A befektetési szolgáltatóknak belső kontrollrendszereikben (compliance, trade surveillance) külön figyelmet kell fordítaniuk a volumengeneráló stratégiák azonosítására. Az egyéni és intézményi befektetőknek érdemes körültekintően értelmezniük az aktuális és historikus kereskedési adatokat. A volumen elemzését mindig célszerű összevetni az ármozgással, a fundamentális hírekkel és a részvényre jellemző átlagos piaci viszonyokkal. Ha az ár alig mozdul, miközben a volumen ugrásszerűen emelkedik és behatárolható időszak alatt így is marad, az gyakran a mesterséges forgalom indikátora is lehet.

Összegezve tehát, a magas forgalmi arányt mutató kereskedés önmagában nem problémás, amennyiben az organikus piaci érdeklődés eredménye. A felügyeleti hatóságoknak nagy felelőssége van abban, hogy a forgalom egészséges növekedésnek ne akadályozói legyenek, hanem védjék a tisztességes piaci szereplők által alakított folyamatokat.

Amikor azonban a volumen mögött nem áll valós információs vagy fundamentális háttér, a befektetők téves jelzéseket kaphatnak, és a piaci árak eltávolodhatnak a valós értékektől. A tudatos piaci szereplők – kibocsátók, befektetők és felügyeletiek – számára elengedhetetlen, hogy a napi forgalmi arányokat ne csupán statisztikai adatként kezeljék, hanem proaktívan értelmezzék és szükség esetén riasztási mechanizmusokat alkalmazzanak.

Az uniós jogalkotó ezzel összhangban a MAR-ban egyértelműen meghatározta, hogy a félrevezető jelleget öltő kereskedés, akár szándékosan, akár jóhiszeműen hajtották végre, a piaci manipuláció tilalmába ütközik. A tudatos, fegyelmezett befektetői magatartás, a többdimenziós adatértelmezés és a felügyeleti hatóságok proaktív felügyeleti gyakorlata egyaránt hozzájárulhat ahhoz, hogy a magas forgalmú kereskedés ne torzítsa a piaci folyamatokat és a tőkepiac megőrizze legfontosabb értékét: a bizalmat.

** A szerző az Magyar Nemzeti Bank Piacellenőrzési és kibocsátói felügyeleti főosztályának vezetője
„Szerkesztett formában megjelent 2025. december 19-én a Portfólió.hu oldalon.”*