

# Közgazdász Fórum

Forum Economic



RMKT

Economist's Forum

Kiadja a Romániai Magyar Közgazdász Társaság

A Romániai Magyar Közgazdász Társaság és a Babeş-Bolyai Tudományegyetem Közgazdaság- és Gazdálkodástudományi Kara magyar tagozatának közös szakmai közlönye

## A tartalomból

3. **Bélyácz Iván**  
Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában?
23. **Juhos Anita – Kovács Imola – Nistor E. Ioan**  
A szabad pénzáramokon alapuló vállalatértékesítési modell szemléltetése egy gombatermesztéssel foglalkozó vállalat esetében
43. **Kádár Béla**  
Vízözönök után – közép-európai klíabelásra várva
57. **Lakatos Artúr**  
A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme (könyvrecenzió)
61. **Lakatos Artúr**  
Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból (könyvrecenzió)

# KÖZGAZDÁSZ FÓRUM

Forum Economic  
Economist's Forum



## Tartalomjegyzék

### **BÉLYÁ CZ IVÁN**

Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában?.....3

### **JUHOS ANITA – KOVÁCS IMOLA – NISTOR E. IOAN**

A szabad pénzáramokon alapuló vállalat-értékelési modell szemléltetése egy gombatermesztéssel foglalkozó vállalat esetében.....23

### **KÁDÁR BÉLA**

Vízözönök után – közép-európai kilábalásra várva.....43

### **LAKATOS ARTÚR**

A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme (könyvrecenzió).....57

### **LAKATOS ARTÚR**

Kiutak a 2007–2009-es pénzügyi és gazdasági válságból (könyvrecenzió).....61

### **CSOMAFÁY FERENC**

Gazdasági hírek.....65

RMKT-hírek.....75



## Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában?

*Akadémiai székfoglaló, 2. rész*

**BÉLYÁ CZ IVÁN<sup>1</sup>**

### **A hatékony piac hipotézise a piaci anomáliák tükrében**

A hatékony piac hipotézise megköveteli, hogy a részvénytársasági szereplőknek racionális várakozásaik legyenek, s minden olyan esetben, amikor új, releváns információ jelenik meg, akkor megfelelően aktualizálják várakozásaikat. A hatékony piac hipotézise megengedi, hogy amikor bizonyos befektetők új információval szembesülnek, akkor azt egyesek túlreagálják, mások pedig alulreagálják. *Mindaz, amit a hatékony piac hipotézise megkövetel az, hogy a befektetők reakciói legyenek véletlenszerűek, s kövessenek normális eloszlású lefutást oly módon, hogy a piaci árakra gyakorolt nettó hatás ne legyen felhasználható abnormális profit realizálására, különösen akkor, ha tekintetbe veszik a tranzakciós költségeket is.* A hatékony piac hipotézise szerint a piaci áraknak – bármely időpontban – magukba kell építeniük az összes rendelkezésre álló információt, ám az értékpapírok értékét befolyásoló információknak különböző változatai vannak. Ennek alapján a hipotézis *három verziója* különböztethető meg annak függvényében, hogy mi „az összes rendelkezésre álló információ” jelentése.

A *gyenge* formájú piaci hatékonyság esetén a jövőbeli árak nem lelezhetőek előre a múltbeli árak elemzése alapján. Többlet megtérülés hosszabb távon nem realizálható a múltbeli részvényárakra vagy egyéb történeti adatokra alapozott befektetési stratégiák alkalmazásával. A részvényárak nem mutatnak szériális függőséget, ami azt jelenti, hogy a részvényáraknak nincs meghatározott pályájú lefutása. Ez azt is maga után vonja, hogy *a jövőbeli ármozgásokat teljességgel azok az információ-*

---

<sup>1</sup> az MTA rendes tagja, a Pécsi Tudományegyetem egyetemi tanára

---

ók determinálják, amelyek nem foglaltatnak benne az árak ismert sorozatában. Ezért az áraknak véletlen bolyongást kell követni. A hatékony piac hipotézisének eme „puha” formája nem igényli azt, hogy az árak egyensúlyban, vagy annak közelében legyenek, csupán azt jelzi, hogy a piaci résztvevők *ne legyenek képesek szisztematikus módon profitálni a piaci hatékonysághiányból*.

A piaci hatékonyság *félerős* formája azt mondja, hogy a folyó árak teljességgel magukban foglalják az összes nyilvánosan rendelkezésre álló információt. A nyilvános információ nem csupán a múltbeli árakat jelenti, hanem ugyanúgy a vállalati pénzügyi kimutatásokban közölt adatokat (éves beszámoló, jövedelem-kimutatás), a profit- és osztalék bejelentést, a deklarált vállalatvásárlási terveket, a vállalat versenytársainak pénzügyi helyzetét, a makrogazdasági tényezőkre vonatkozó várakozásokat is. A félerős piaci hatékonyság mögötti feltevés az, hogy senki nem képes profitálni olyasmi hasznosításából, amit „mindenki más tud” (az információ nyilvános).

A piaci hatékonyság hipotézis *erős* formája szerint, a folyó ár teljességgel magába építi az összes létező információt, mind a nyilvános, mind a privát (időnként bennfentesnek nevezett) információt is. A félerős és erős hatékonyság közötti különbség az, hogy az erős hatékonyság esetében senki nem lehet képes szisztematikus profit-generálásra még akkor sem, ha olyan információkra támaszkodva kereskedik, amelyek nem nyilvánosak abban az időben. Más szóval a hatékony piac hipotézis erős formája azt állítja, hogy *a vállalati menedzsment (bennfentesek) nem lehet képes szisztematikusan profitálni bennfentes információkra alapozva*. Az erős formájú piaci hatékonyság racionáléja az, hogy a piac torzítatlan módon anticipálja a jövőbeli fejleményeket, ezért a részvényár objektívebben és informatív módon lehet képes az információk beépítésére, mint a bennfentesek.

A valóságban a részvénytőzsvány piacok se nem tökéletesen hatékonyak, sem nem teljességgel nem hatékonyak. Az összes piac hatékony egy bizonyos mértékben, némelyek inkább, mint mások. Azokon a piacokon, ahol a hatékonyságnak komoly zavarai vannak, ott az informált befektetők túlszárnyalhatják a kevésbé felkészülteket. A piac haté-

---

konyságáról alkotott értékítélet fontos szerepet játszik az aktív és passzív befektetési stratégia közüli választásban<sup>2</sup>. Aktív befektetési stratégiát követő menedzserek úgy vélik, hogy a kevésbé hatékony piacok megteremtik a piac túlszárnyalásának lehetőségét az informált menedzserek számára. Mindazonáltal tapasztalatok sora bizonyítja, hogy az aktív stratégiát követő menedzserek többsége, adott piacon, egy alkalmas mércéhez viszonyítva alulteljesít – legalábbis hosszú távon – függetlenül attól, hogy a piacok hatékonyak, vagy nem.<sup>3</sup>

Ez amiatt van, mert az aktív befektetési művelet zérus összegű játék, amelyben adott résztvevő csak akkor szerezhethet profitot, ha egy kevésbé szerencsés aktív résztvevő veszít. Ugyanakkor, ha a költségeket

---

<sup>2</sup> Sharpe (2004) a befektetési stratégiák közüli választásban a következők szerint foglal állást:

*„Elnagvontan fogalmazva a hatékony piac úgy definiálható, mint ahol az árakban tükröződnek az alternatív jövőbeli kimenetek esélyeiről megfogalmazott előrejelzések lehető legjobb változatai. Azok, akik azt feltételezik, hogy a piac hatékony, passzív vagy piaci index befektetési stratégiát választanak, mivel azok alacsony portfólió forgalmat foglalnak magukban, s hajlamosak a piac mozgására. Azok viszont, akik úgy vélik, hogy képesek jobb előrejelzéseket készíteni azoknál, amelyek a piaci árakban tükröződnek, aktív befektetési stratégiát adaptálnak, amely nagyobb forgalmat vonz, amint az előrejelzések változnak. A gyakorlatban a befektetők többsége olyan spektrumba tartozik, amely a nagyon passzívtól a nagyon aktívig terjed. Ám azok számára, akik nagyon aktív stratégiát választanak, csaknem bizonyosan magasabb költségek merülnek fel az értékpapírok keresésekor, amelyek lehet, hogy helytelenül árazottak lesznek, de lehet, hogy nem. Hatékony piacon a reprezentatív befektető számára legjobb portfólió magában foglalja az egész világon rendelkezésre álló piacképes értékpapírokat, kintlevő mennyiségük arányában ... (i.m. 4. o.)*

<sup>3</sup> Treynor (1981) az aktív befektetési stratégiát követő menedzserek feltétlen sikerességével kapcsolatos kétségeit a következők szerint fejezi ki:

*„Én hiszek a piaci hatékonyság egy harmadik felfogásában, amely szerint az értékpapír-piacok nem mindig vagy gyorsak, vagy pontosak az új információk feldolgozásában. Másik oldalról nem könnyű az adódó lehetőségeket magasrendű portfólióteljesítménnyé transzformálni, profitábilisan kereskedve a piaci konszenzussal szemben haladva. Hacsak az aktív befektetési menedzser meg nem érti, hogy valójában mi is játszódik le a kereskedési játékban, akkor könnyen konvertálhatja még a legértékesebb keresett információt is olyan teljesítménnyé, ami klienseit koldusbotra juttathatja ... miért is nem lesz több aktív befektető konzisztensen sikeres? A válasz a kereskedés költségében található.” (i.m. 16. o.)*

---

is figyelembe veszik, akkor még a marginálisan sikeres aktív befektetési menedzser is alulteljesíthet.<sup>4</sup>

Fontos megjegyezni, hogy a hatékony piac hipotézis nem zárja ki a csekély abnormális megtérülés létezését, a díjak és költségek előtt számítva. A befektetők és elemzők ezért arra ösztönöztek, hogy megszerezzenek és felhasználjanak értékes információkat, bár a befektetők csupán azt remélhetik, hogy *az átlagos nettó megtérülést meg nem haladó hozamot érnek el*. A részvényt piac információs hatékonyságával kapcsolatban kritikus vélemények is ismertek. Grossman (1976) olyan modellt alkotott, amely megmutatta, hogy az információsan hatékony részvényt piaci árrendszer tökéletesen aggregálja a széttartó információkat, ám eközben ugyanez az árrendszer eliminálja az információgyűjtés egyéni ösztönzőit. Grossman-Stiglitz (1980) megfigyelte, hogy a költség ellenében megszerzett információk világában a részvényt piacok aligha lesznek információs hatékonyságúak. *Mivel az információ megszerzése költséget igényel, ezért az árak nem tükrözhetik tökéletesen a rendelkezésre álló információkat, mert ha úgy volna, akkor az információ megszerzésére és analizálására erőforrásokat áldozó befektetők nem kapnának kompenzációt*. A piaci hatékonyság eme paradoxonát úgy oldották meg, hogy a részvényt piac alulinformált likviditási kereskedőktől származó tranzakciókat is befogad.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> A befektetési alap menedzserek teljesítményével kapcsolatban a leggyakrabban citált cikk Jensen (1968) munkája, aki részletes analízist adott 115 viszontbefektetési alap 1955 – 1964 közötti teljesítményéről. Ő – kockázattal korrigált bázison – úgy találta, hogy a portfólió menedzserek bármilyen hasznát felemészthetik a díjak és a költségek. Még akkor is, ha a befektetések menedzselési díjait és terheit hozzá is adják a teljesítmény-mértékhez, s a megtérülést a menedzselési költségekkel bruttó sítva mérik. Jensen arra a következtetésre jut, hogy az átlagot tekintve az alapok nem voltak annyira sikeresek kereskedési tevékenységük során, hogy kompenzálhatnák a brókeri költségeket. Fama (1991) a viszontbefektetési alapok, valamint az intézményi professzionális portfólió menedzserek teljesítményét vizsgáló több tanulmány tanulságait összegezve arra jutott, hogy bár némely viszontbefektetési alap ért el abnormális megtérülést a költségek levonása előtt számítva, ellenben a nyugdíjalapok – kockázattal korrigált bázison – alulteljesítettek a passzív befektetési alap kritériumokhoz viszonyítva.

---

Azt az alapelvet, hogy a pénzügyi piacok pontosan tükrözik a forgalmazott részvények alapvető (benső) értékét, az 1960-as évektől nem kérdőjelezték meg, s széles körben elfogadott kritériumnak számított a befektetések világában. Ezt arra a feltevésre alapozták, hogy a befektető vételi vagy eladási döntéseit a vállalat jövőbeli pénzáramának racionális értékelésére alapozza: azaz figyelembe veszi az összes releváns információt, s a piac a tőkét hatékonyan alokálja a vállalatokra. A hatékony piac hipotézis uralkodó nézeté válását követően időről-időre megjelentek a piaci hatékonyságot kétségbe vonó vélemények, ám ezek az 1980-as évekig nem kaptak nagyobb figyelmet.<sup>6</sup>

Shiller (1981) vizsgálta a részvénypiaci árak változékonyságát, s arra jutott, hogy *az árfluktuáció túl nagy volt ahhoz, hogy igazolható lenne az osztalékfizetés egymást követő változékonyságával*. Shiller úgy találta, hogy a részvényárak volatilitásának mértéke a megelőző egy évszázadban messze nagyobb volt – öttől – tizenháromszoros mértékben – annál, hogy az a jövőbeli reál osztalékra vonatkozó információknak lett volna tulajdonítható. A szerző úgy vélte, hogy e nagy különbségek a piaci hatékonyság korlátozottságát igazolják, s a kudarccal nem tulajdonítható az adatok hibáinak vagy az árindex problémáinak.

---

<sup>5</sup> A pénzügyi irodalomban e befektetői típust zaj-kereskedőnek nevezik. Ennek a részvénypiaci attitűdnek a legteljesebb kifejtése Black (1986) nevéhez fűződik. Nála a zaj-kereskedés olyan piaci magatartásra utal, ami nem információ alapján, s fontos feltétele likvid piacok létezésének.

<sup>6</sup> Basu (1977) bemutatta a P/E arányok alkalmazását a részvény megtérülés előrejelzésére. 1400 vállalatot átfogó tanulmányában az 1956-1971-es időszakra vonatkozóan megfigyelte, hogy az alacsony P/E arányú értékpapírok túlszárnyalták a magas P/E arányú változatokat, évente több mint 7%-kal. A szerző saját eredményeit a piaci hatékonyság-hiány jelzéseként tekintette: a különböző P/E arányú értékpapírok forgalmazása során nem megfelelően történt árazásuk egymás viszonylatában, s meg volt az abnormális megtérülés realizálásának lehetősége is a befektetők számára.

Banz (1981) havi adatokat elemzett az 1931-1975 közötti időszakra, az egyik nagy amerikai tőzsdén jegyzett vállalatokra vonatkozóan. Ebben az időintervallumban az ötven legkisebb vállalat részvényének megtérülése – kockázattal korrigált bázison – havonta 1 százalékponttal túlszárnyalta az ötven legnagyobb vállalat részvény-megtérülését.

---



De Bondt és Thaler (1985) a hosszú távon érvényesülő helytelen árazás tapasztalatára építette a piaci hatékonyság hiányára vonatkozó kritikáját. Felismerték, hogy a részvényárakat tartósan is jellemezheti a részvényárakat befolyásoló túlzott befektetői reagálás. De Bondt és Thaler a megtérülési értékeket hosszabb időhorizonton megfigyelve úgy találta, hogy azok a részvények, amelyek 3 – 5 éves időszak nagyobb részében alulteljesítenek, azok a következő periódusban a legmagasabb – piac által korrigált megtérülést érnek el és vice versa. Ők a megtérülési fordulat pályát úgy magyarázzák, hogy *piaci túlreagálás következik be, amelynek eredményeként a részvényárak eltávolodnak a fundamentális értéktől*. Jegadeesh és Titman (1993) úgy találta, hogy azok a kereskedési stratégiák, amelyek szerint vásárolni kell a múltbeli győztes értékpapírokat és eladni a múltbeli vesztes papírokat, jelentős abnormális megtérülés realizálásához vezettek.<sup>7</sup>

Mint ahogy a fentebb leírtakból kitűnik, a hatékony piac hipotézise keletkezése óta viták keresztüzében áll. A fejtegetésből érzékelhető, hogy a támogató argumentumok vannak túlsúlyban. A befektetők közötti verseny, amelynek során aktívan törekszenek az információk megszerzésére és elemzésére abból a célból, hogy helytelenül árazott részvényeket azonosítsanak, s azokat saját előnyükre kihasználják, valóban fontos a hatékony tőkepiacok létezése szempontjából. *A valóságban igaz az, hogy a pénzügyi elemzés annak a motorja, hogy a bejövő információkat képessé teszi az értékpapírárakban történő gyors tükröződésre*. Mégis mi lehet annak az oka, hogy nem minden befektető találja optimálisnak profithoz jutni pénzügyi analízis révén? A válasz az, hogy a pénzügyi célú információkutatás nagyon költséges. Mint ahogy fentebb már bemutattuk, a pénzügyi elemzőknek képesnek kell lenni összegyűjteni,

---

<sup>7</sup> De Bondt és Thaler szerint „vesztesekként” azokat szokták azonosítani, akik alacsony megtérülést realizáltak több múltbeli időszakban; „nyerőként” pedig azokat, akik ugyanilyen időszakban nagy megtérülést realizáló részvényeket birtokolnak. A szerzők vélekedése szerint, az ilyen tanulmányozás fő eredménye az, hogy a vesztesek sokkal nagyobb átlagos megtérülést érnek el, mint a győztesek ugyanolyan hosszúságú elkövetkezendő időszakban.

---

feldolgozni, értékelni vállalati információk nagy tömegét, ugyanígy ágazati és makrogazdasági adatok nagy mennyiségét. Sok időt és erőfeszítést kell befektetni bonyolult elemzésbe, sok erőforrást felhasználni az adatok előállítására. Azok a befektetők és elemzők, akik gyakran kereskednek értékpapírokkal, számukra különböző tranzakciós költségek merülnek fel. *Ezért e piaci szereplőknek a helytelenül árazott értékpapírokkal kereskedésből nyert profitot csökkenteni kell a pénzügyi elemzés költségeivel, valamint a benne foglalt tranzakciós kiadásokkal.*

A hatékony piac hipotézis megköveteli, hogy az új információ mindig teljességgel tükröződjön a piaci árakban, ugyanakkor megfigyelhető, az árak időnként drámai mértékű fluktuációja. A piaci árak állandó – tág határok közötti – ingadozása olyan jelzésként tekinthető, hogy a piacok hatékonyak. *Az értékpapírok értékét befolyásoló információk folyamatosan érkeznek, ami az árak folyamatos kiigazításával jár, az új információk friss tartalmának megfelelően.* A valóságban egy olyan megfigyelés, ami az árak változatlanságára utalna, inkonzisztens lenne a piaci hatékonysággal, mivel tudjuk, hogy a releváns információk csaknem folyamatosan érkeznek. Ezek alapján feltételezhetnénk, hogy az összes befektetőnek informálnak kell lenni, ugyanúgy képzettnek is, s képesnek lenni az új információk folyamán folyamatos elemzésére. A tapasztalatok mégis azt mutatják, hogy a közönséges befektetők többsége nem képzett pénzügyi szakértő. Tény, hogy a piaci hatékonyság akkor is elérhető, ha az informált és képzett befektetők csak szűk csoportot képeznek a piacon, míg a befektetők többsége soha nem gyűjt, és nem értékel információkat a forgalmazott értékpapírokról.

### **Elszakadhat-e tartósan a piaci ár a benső értéktől?**

Az utóbbi két évtizedben megszorodtak a hatékony piaci hipotézist megkérdőjelező vélemények. A támadásokkal szemben Roll (1994) azt állítja, hogy rendkívül nehéz profitálni a piaci hatékonyság még legszélsőségesebb megsértéséből is. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a részvénypiaci anomáliák túl gyakran idéznek elő olyan eseményeket, amelyek a jövőben nem érvényesülnek, tehát *a piaci és a benső érték elszakadása elképzelhetetlen.* Ez a racionális szemlélet mostanában mégis

támadásnak van kitéve a pénzügyi viselkedéstan képviselői részéről. Ők a pénzügyi piacok anomáliáit és tökéletlenségeit olyan kognitív torzulások kombinációjaként láttatják, mint a túlzott bizalom, a túlreagálás, a reprezentativitási torzulás, az információ sérülése és más egyéb előrejelezhető emberi tévedés a megokolásban és az információk feldolgozásában. A befektetési viselkedés lélektani megközelítése a részvénypiaci kereskedésben a hatékony piac hipotézis alternatívájaként jelentkezett elsősorban Kahneman és Tversky (1979), De Bondt-Thaler (1985)<sup>8</sup> műveiben. A viselkedéstan képviselői azt állítják, hogy *az irracionális befektetői döntések sok tekintetben erőteljesen befolyásolhatják a vállalat piaci értékét*. Ők azt is mondják, hogy a részvénypiacok nem tükrözik úgy a gazdasági alapösszefüggéseket, ahogy azt a befektetési folyamat szereplői gondolják. Még specifikusabban, fenntartják ama nézetüket, hogy sok esetben *a részvénypiaci értékelés jelentős eltéréseket képes okozni a piaci ár és a benső érték között*.

A pénzügyi viselkedéstan eszméit vallók azt állítják, hogy a piaci értékelés akkor szakad el a fundamentális tények által meghatározott gazdasági törvényszerűségektől, ha a következő feltételek közül mindhárom érvényesül: *először*, a befektetők nagy számban irracionálisan viselkednek; *másodszor*, az irracionális viselkedés nem véletlenszerű, hanem rendszerszerű; *harmadszor*, a racionális befektetők képességei korlátozottak abban a tekintetben, hogy arbitrázs pozíció felvételével korrigálhatják a benső értéktől való eltéréseket.

A befektetők akkor viselkednek irracionálisan, ha elmulasztják pontosan beépíteni az összes rendelkezésre álló információt, amikor a vállalat jövőbeli teljesítményére vonatkozó várakozásokat megfogalmazzák. Az egyéni befektetők túl nagy jelentőséget tulajdoníthatnak a friss eseményeknek és a részvénypiaci eredményeket túlértékelve, ezáltal a jó, friss teljesítményekkel rendelkező vállalatoknak. Ezzel ellentétben az is megtörténhet, hogy a befektetők túl lassan vizsgálják felül várakozásait az új információk fényében, s így alulértékelik ama vállalatok rész-

---

<sup>8</sup> De Bondt-Thaler (1985) nagyhatalmú tanulmányát a pénzügyi viselkedéstan nyitányaként tartják számon a pénzügyi irodalomban

---

vényeit, amelyeknek például frissen szerzett kedvező híreik vannak, mint például a kiemelkedően nagy nyereség.

Goedhart-Koller-Wessels (2005) hangsúlyozza, *amennyiben a befektetők által tanúsított irracionális magatartás teljességgel véletlenszerű, akkor a részvényáruk nem fognak eltávolodni a racionális befektetők által becsült benső értéktől*: a túlértékelés ugyanolyan valószínűséggel következik be, mint az alulértékelés, így azok lényegében kioltják egymást. Az irracionális befektetői magatartás lehet rendszerszerű is, vagyis más szavakkal a befektetők nagy csoportjai az irracionalitás ugyanolyan mintáját követik: egyrészt túlreagálják a rossz híreket, másrészt túlságosan bíznak a jó hírekben. (i.m. 22. o.)

A befektetők nagy csoportjainak rendszerszerűen irracionális magatartása megakadályozhatja azt, hogy a részvényáruk a benső értéket tükrözzék, legalábbis bizonyos időszakokban és bizonyos részvényekre vonatkozóan. Mindazonáltal az eltérések nem tarthatók fenn, ha a racionális befektetők kihasználják azokat arbitrázs pozíció elfoglalásával: fedezetlen pozícióra törekedve ama részvényekkel kapcsolatban, amelyeket túlértékeltek vélnek; elfoglalhatnak long pozíciót is, vásárolva olyan részvényeket, amelyeket alulértékeltek hisznek. A szerzőhármas azt az esetet is említi az irracionális példaként, amikor nagy teljesítményű részvények néhány év után, bizonyos időn keresztül alacsony teljesítményű papírokká válnak. A pénzügyi viselkedés tan képviselői azt állítják, hogy az árfolyam visszatérés a következőkből adódik: *a befektetők először extrapolálják a vállalat friss híreit a jövőbe, s ezáltal felhajtják részvényeik árát; amikor azonban kiderül, hogy a vállalat nem képes teljesíteni ezeket az előrejelzéseket, akkor ez leviszi az árakat*. Az ezzel ellentétes jelenség akkor történik, ha a részvény utóbbi időben tapasztalt kedvező megtérülési irányzata folytatódik, még akkor is, ha időközben kevésbé bátorító információk kerülnek nyilvánosságra. A pénzügyi viselkedés tan követői azt mondják, hogy ez az irányzat szisztematikus alulreagáláson alapul: a befektetők alábecsülik például nem teljesülő profit előirányzatok valós hatását, így a részvényáruk lefelé korrigálása lassan megy végbe.

A spekulatív részvénytőzsi buborékok nyilvánvaló anomáliának tekinthetők, amelynek fényében a piac gyakran úgy tűnik fel, ahol olyan vevők irányítanak, akiknek a piaci működését az *irracionális túláradás* mozgatja, s akiket *kevésbé érdekel az alapvető (benső) érték*. A buborékokat rendszerint izgatott eladási túlreagálás követi, lehetővé téve a jól számító befektetők kedvező áron történő részvényvásárlását. A buborék magyarázata többnyire a pénzügyi viselkedés tan elvei alapján adható meg, s nem az értékelési elmélet segítségével, mivel abban a *nyájöszönnek és a kimaradástól való félelemnek* van meghatározó szerepe.

*A részvénytőzsi buborék kialakulásakor a piaci érték és benső érték egyensúlya időlegesen megbomlik, s a piaci krízis során a vállalati részvények tömegesen túlértékeltté válnak, azaz áruk magasabb lesz benső értékükönél.* A túlértékelte részvény azt jelenti, hogy a vállalat – a vakszerencsét leszámítva – nem képes olyan teljesítményre, amely igazolja annak értékét. Jensen (2005) szerint az a nagyfokú túlértékelődés, amely az 1990-es évek végén és az új évtized elején bekövetkezett, nem sokban különbözött attól, ami a részvénytőzsi piacon általában minden új befektetéssel kapcsolatban történik, hiszen *a piaci szereplők mindig hajlamosak az új túlértékelésre.*<sup>9</sup>

Ha a vállalat részvényei tartósan túlértékeltek, akkor nem valószínű, hogy a vállalat ezt igazoló teljesítményre lesz képes. Ilyen körülmények között a vállalat egyre nagyobb nyomás alá kerül, a nagyobb teljesítmény kényszerével szembeesülve, s olyan lépésekre készíttve, amelyek rombolják a hosszú távú értéket, s amelyekről azt hiszik, hogy rövid távon képesek generálni a piac által elvárt teljesítményt. *Ha a vállalat a piacot abban a hiszemben tartja, hogy képes értéket generálni a pia-*

---

<sup>9</sup> E krízis során a high-tech, a telekommunikáció és az internet-vállalkozások értékpapírjainak túlértékelésére került sor. Jensen figyelmeztetése nyomán vigyáznunk kell annak feltételezésével, hogy a túlértékelés csupán a piacvezetők és a befektetők hibájából következett be. (Jensen, i.m. 5. o.) Ma már tudjuk, hogy a menedzserek, értékpapír-elemzők, auditorok, befektetési és kereskedelmi bankok, jogi cégek és mások ugyancsak hozzájárultak a hamis informáláshoz és manipuláláshoz, ami táplálta a túlértékelődést.

---

*ci várakozások szerint, akkor ideig-óráig megőrizheti a teljesítmény-növekedés illúzióját. Ha viszont a piaci szereplők rájönnek, hogy a magas érték és a teljesítmény-növekedés illúzió volt, akkor a vállalat piaci értéke rohamosan esni kezd, mivel a túlértékelttség eltűnik, mint ahogy az eredeti valós (benső) érték is felmorzsolódhat. A piac félrevezetésének súlyos következményei vannak, hiszen a kedvező színben feltüntetett vállalathoz ömlenek a pénzforrások mind kölcsöntőke, mind részvénytőke formájában. Ezek a vállalatok sok (felesleges) forrás birtokában nem profitábilis projektek megvalósításába kezdhetnek, ami súlyos károkat okozhat.<sup>10</sup>*

Elemzésünk arra mutat, hogy a piaci és a benső érték közötti tartós és jelentős eltérések nem rendszerszerűek, hanem esetenként fordulnak elő. Azok a piacok és egyedi részvényárak, amelyek nincsenek összhangban a benső érték fundamentumaival, rendszerint viszonylag gyorsan visszatérnek a megfelelő pályára. Az 1990-es évek végére kialakult buborék idején volt a vállalati részvényeknek egy olyan részhalmaza (technológiai részvények nagy piaci kapitalizációval és rendkívül magas P/E arányokkal), amelyek piaci szárnyalásba kezdtek. A piaci érték – a buborék kipukkadása után – végül is visszatért a vállalati fundamentu-

---

<sup>10</sup> Ez esetben egyre több vállalat kényszerül számviteli trükkökre, hogy ellensúlyozza a tényleges profitessét. A jelek arra mutatnak, hogy ilyen körülmények között erodálódik a profit minősége, s így a vállalati pénzügyi beszámoló hitelessége is, és átnyúlik a manipuláció felé, sérül a döntéshozók integritása. A számviteli csalás standard formája lett az „earnings management”, amely azonos a vállalati bevételek/költségek manipulálásával, hamis árbevétel kimutatásával, a profit egyszerű akciókkal történő felpumpálásával, a kötelezettségek egy részének be nem számításával. Az „earnings management”-nek nevezett nyereségmanipuláció célja az, hogy a negyedéves profit-kimutatásokkal feltétlenül meg akarnak felelni a piaci várakozásoknak, vagy túl akarják szárnyalni azokat. A vonatkozó vállalatok az előzetes profitbecslés során azért követtek el etikai vétségeket, hogy a felpumpált profit teradatokkal magasan tarthassák a részvények árfolyamát. A tényleges (ex post) adatok már a hatályos számviteli szabályokon alapulnak, mégis a pro forma becslés befolyásolja igazán a befektetői döntéseket. A pénzügyi adatközlés kettős (ex ante és ex post) rendszere azért vált a csalás melegágyává, mert mind a vállalatok, mind a tőkepiaci szereplők a rövid távú profitvárakozás felhajtásával vélték magasan tartani a részvények árfolyamát.

---

mok által igazolt szintre. Mindazonáltal a piaci értékelés viselkedéstani megközelítése okszerű ítéletet mond a következő állítással: *a piacok nem minden esetben döntenek helyesen, mivel a racionális befektetők nem mindig képesek korrigálni – legalábbis rövid távon – az irracionális befektetők által elkövetett helytelen árazást.* A hibás részvényárazás nem rendszerszerű a piacokon, hanem időleges jelenség, amely csupán speciális körülmények között következik be. Amilyen gyorsan felszámolódnak e sajátos körülmények, úgy a racionális befektetők tranzakcióikkal tehetnek annak érdekében, hogy a részvényárak visszatérjenek a benső értékhez. Egyet kell értenünk Goedhart et al. véleményével, amikor azt írják, hogy:

*„Szemben a széles körben emlegetett kivételekkel, az a tradicionális feltevés, hogy a befektetők racionális döntéseket hoznak arra alapozva, hogy miként vélekednek jövőbeli pénzáramaikról, ma is ugyanúgy érvényes, mint előtte bármikor. Mindent egybevetve, a pénzügyi piacok a befektetéseket hatékonyan értékelik, s ez akkor is igaz, ha néhány piaci szereplő, bizonyos időpontokban irracionális befektetést végez. Habár a befektetők rendszerint megtalálják annak a módját, hogy miképpen használják ki a rövid távú eltéréseket, ebből azonban előnyt csak akkor szerezhetnek, ha megértik a benső érték keletkezését ...” (i.m. 23. o.)*

Trichet (2008) a piaci értékelési anomáliák fő okát *a befektetők túlzott rövid távra orientáltságában* látja, azaz abban, hogy túl nagy jelentőséget tulajdonítanak a *rövid távú megtérülésnek*. A modern pénzügyi piaci rendszer azokat az instrumentumokat és közvetítő intézményeket preferálja, amelyek nagy megtérülést ígérnek rövid távon. Az ilyen rövid távra orientáltság közvetlenül vezet az alapul szolgáló kockázat hibás megítéléséhez, amint a befektetők kevésbé figyelnek az alacsony valószínűségű kimenetekre. A rövid távra orientáltság ugyancsak eredményezheti a kockázat felhalmozódását, mivel a nagyfokú kockázatvállalás a rövid távú megtérülést általában a befektetések szűk sávjában emeli meg. Ez végül felerősítheti az érdek-konfliktusok hatását és a természetellenes ösztönzők következményeit, amelyek egyaránt érvényesülnek a magasabb és alacsonyabb menedzseri szinteken ... Ez a környezet megteremti a feltételeit a széles körben megfigyelhető nyájszellemű maga-

---

---

tartásnak, ahol a kockázat menedzselése könnyen másodlagos jelentőségűvé válhat. (i.m. 4. o.)<sup>11</sup>

### **Befejező gondolatok**

Bár a benső érték eredeti koncepcióját növekvő nehézséggel lehet alkalmazni a gyakorlatban, s az információk tradicionális forrásai is sokat vesztek hitelükből, és számos pénzügyi intézmény kompetenciája a piacok és instrumentumok megértése tekintetében megkérdőjeleződik. A klasszikus értékpapír-analízis némely aspektusa azonban ugyanolyan érvényes, mint az 1930-as években. Ilyen példaként tekinthető a tények és a közvélekedés fontossága, a független gondolkodás megőrzése és a szkeptikus elemzés. Graham és Dodd úgy gondolta, hogy a „benső érték” értékek homályos sorozatát takarja, amelyet a piaci értékkel kell összehasonlítani. Ma úgy mondanánk, hogy eme értékek sorozata különböző benső értéket jelent a befektetők különböző típusaira vonatkozóan. Egy értékpapír benső értéke komparatív értéként fogható fel, ami releváns tények bizonyítékain alapszik, mérése egy vagy több más érték segítségével történik, amelyek illenek adott befektető céljaihoz, úgy, mint a folyó piaci ár szintje alá kerülés valószínűsége, az infláció elleni védelem, a pénzbeli jövedelemhez jutás képessége, a likviditás tartós fennmaradása, vagy a kölcsönvett összeg biztonsága. A benső érték olyan definíciójára van szükség, amely nem tesz kísérletet adott értékpapír olyatén minősítésére, hogy az „olcsó” vagy „drága” általában, hanem inkább szigorú összehasonlítások sorozatával, az értékpapír kü-

---

<sup>11</sup> Sharpe (2004) ezzel összefüggésben határozottan kiemeli a hosszabb távú befektetési stratégia fontosságát, amikor így ír: „*Definíció szerint, a befektetési stratégiát középtől hosszú távúig tervezik ... Bár fennáll a kísértés, hogy a várható érték, a kockázat és a korreláció becslését a részvényt piacok legújabb fejleményeire alapozzák, azonban ez általában nem a legjobb választás. Ha képesek volnánk azonosítani olyan széles eszköz-osztályokat, amelyek a jövőben különösen jól teljesítenek majd, az kifejezetten értékes lenne. Azt az információt, amely erre képessé tesz valakit, sok befektető szeretné megtalálni. Amint azok megkísérelnek ilyen információ birtokába jutni, akkor az árak korrekciója révén helyreáll az egyensúlyi reláció. A piac legyőzésére tett befektetői kísérlet a destrukció magvait hinti el.*” (i.m. 7. o.)

---



lőnböző aspektusait érintve oly módon történik a mérlegelés, hogy az megfeleljen adott befektető érdekeinek. Ebben az értelemben nincs egyetlen generikus kvalifikációja egy alulértékelt vagy túlértékelt értékpapírnak, csak összehasonlítások vannak a megnevezett karakterisztikákra vonatkozóan.

### **Forrásmunkák**

Alexander, Sidney, S. (1961): Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks. *Industrial Management Review* May 2(2) 7-26. o.

Bachelier, L. (1900): Theorie de la Speculation. *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure* Séries 3(17) 21-80. o.

Bachelier, L. (1900): translated James Boness: Theory of Speculation in Cootner 1964 17-78. o.

Ball, R. (1978): Anomalies in Relationships between Securities' Yields and Yield-Surrogates.

*Journal of Financial Economics* 6(2-3), 103-126. o.

Ball, R. (1995): The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations.

*Journal of Applied Corporate Finance* May 4-18. o.

Ball, R.-Brown, P. (1968): An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2) 159-178. o.

Black, F. (1986): Noise. *The Journal of Finance* 41(3) 529-543. o.

Boyko, S. A.-Negus, A. I. (2006): Risk versus Uncertainty. *New York Law Journal* December 8, 1-3. o.

Brock, W.-Lakonishok, I.-Le Baron, B. (1992): Simple technical trading rules and the stochastic properties of stock returns. *Journal of Finance* December 1731-1764. o.

Cootner, P. H. (1962): Stock Prices: Random versus systematic changes. *Industrial Management Review* 3(2) 24-45. o.

Cootner, P. H. (ed.) (1964): The Random Character of Stock Market Prices. Cambridge MIT Press

Cowles, A. (1933): Can Stock Market Forecasters Forecast? *Econometrica* 1(3) 309-324. o.

---

---

Cowles, A. (1960): A Revision of Previous Conclusions Regarding Stock Price Behavior.

*Econometrica* 28(4) 909-915. o.

Cowles, A.-Jones, H. E. (1937): Some A Posteriori Probabilities in Stock Market Action.

*Econometrica* 5(3) 280-294. o.

Cox, J. C.-Ross, S. A. (1976): The Valuation of Options for Alternative Stochastic Process.

*Journal of Financial Economics* 3(1-2) 145-166. o.

De Bondt, W.F.M.-Thaler, R. (1985): Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40(3) 793-805. o.

Dimson, E.-Mussavian, M. (2000): Market Efficiency. The Current State of Business Disciplines. Spellbound Publications Vol. 3. 959-970. o.

Dreman, D. N.-Michael, B. A. (1992): Overreaction, Underreaction and the Low P/E Effect.

*Financial Analysts Journal* 4, 21-30. o.

Fama, E. F. (1965a): Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal* September/October 21(5) 55-59. o.

Fama, E. F. (1965a): Random Walks in Stock Market Prices. Selected Papers No 16. Graduate School of Business University of Chicago 17 o.

Fama, E. F. (1965b): The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business* 38(1) 34-105. o.

Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25(2) 383-417. o.

Fama, E. F. (1991): Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* 46(5) 1575-1617. o.

Fama, E. F. et al. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10(1) 1-21. o.

Fama, E. F.(1991): Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance* December 1575-1617. o.

Fama, E. F.(1998): Efficiency, Long-term Returns and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics* 49(3) 283-306. o.

Fama, E. F.-Fisher, L.-Jensen, M.-Roll, R. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economics Review* Feb-

---

ruary 1-21. o.

Fama, E. F.-French, K. (1992): The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* June 427-465. o.

Fama, E. F.-French, K. (1996): Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance* March 55-84. o.

Fama, E. F.-French, K. R. (1988): Permanent and Temporary Components of Stock Process. *Journal of Political Economy* 96(2) 246-273. o.

Glosten, L.-Milgrom, P. (1985): Bid, Ask and Transactions Prices in a Specialist Market With Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics* 71-100. o.

Goedhart, M. H.-Koller, T. M.-Wessels, D. (2005): What Really Drives the Market? MIT *Sloan Management Review* Fall Vol. 47. No 1. 21-23. o.

Graham, B.-Dodd, D. L. (1934): *Security Analysis*. New York Mc Grow Hill

Grossman, S. J. (1976): On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information. *Journal of Finance* 31(2) 573-585. o.

Grossman, S. J.-Stiglitz, J. E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review* 70(3) 393-408. o.

Hayek, F. (1945): The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review* September 526-527. o.

Hirshleifer, J. (1971): The Private and Social Value of Information and Reward to Inventive Activity. *The American Economic Review* 61(4) 561-574. o

Houthakker, H. S. (1961): Systematic and Random Elements in Short-Term Price Movements. *The American Economic Review* 51(2) 164-172. o.

Jaffe, I. (1974): Special Information and Insider Trading. *Journal of Business* July 410-428. o.

Jegadeesh, N.-Titman, S. (1993): Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 65-91. o.

---

---

Jensen, M. (1969): Risks, the Pricing of Capital Assets and the Evaluation of Investment Portfolios. *Journal of Business* April 167-247. o.

Jensen, M. (2005): Agency Costs of Overvalued Shares of Stocks. *Financial Management* Spring Vol. 34. No 1. 5-19. o.

Jensen, M. C. (1968): The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964.

*The Journal of Finance* 23(2) 389-416. o.

Jensen, M. C. (1978): Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* 6(2-3) 95-101. o.

Kahnemann, D.-Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk.

*Econometrica* March 263-291. o.

Kendall, M. G. (1953): The Analysis of Economic Time Series – Part I: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)* 116(1) 11-25. o.

Lakonishok, I.-Shleifer, A.-Vishny, R. (1994): Contrarian Investment, Extrapolation and Risk.

*Journal of Finance* December 1541-1578. o.

Le Roy, S. F. (1973): Risk Aversion and the Martingale Property of Stock Prices. *International Economic Review* 14(2) 436-446. o.

Le Roy, S. F. (1989): Efficient Capital Markets and Martingales. *Journal of Economic Literature* 27(4) 1583-1621. o.

Le Roy, S. F.-Porter, R. D. (1981): The Present Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds. *Econometrica* 49(3) 555-574. o.

Lehmann, B. N. (1990): Fads, Martingales and Market Efficiency. *Quarterly Journal of Economics* 105(1) 1-28. o.

Lehmann, B. N. (1991): Asset Pricing and Intrinsic Values: A review Essay. NBER Working Paper October 30 o.

Lo, A. V. (1991): Long Term Memory in Stock Market Prices. *Econometrica* 59(5) 1279-1313. o.

Lucas, R. E. (1978): Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrica* 46(6) 1429-1445. o.

Malkiel, B. G. (2003): The Efficient Market Hypothesis and its Critics. *The Journal of Economic Perspectives* 17(19) 59-82. o.

---

Mandelbrot, B. (1963): The Variation of Certain Speculative Prices. *The Journal of Business* 36(4) 394-419. o.

Mandelbrot, B. (1966): Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models. *The Journal of Business* 39(1) 242-255. o.

Osborne, M. F. M. (1959): Brownian Motion in the Stock Market. *Operations Research* March-April 145-173. o.

Ross, S. A. (1978): A Simple Approach to the Valuation of Risky Streams. *Journal of Business* 51(3) 1-40. o.

Rubinstein, M (2001): Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. *Financial Analysts Journal* 57(3) 15-29. o.

Rubinstein, M. (1976): The Valuation of Uncertain Income Streams and Pricing of Options. *Bell Journal of Economics and Management Science* 7(2) 407-425. o.

Sahlman, W. A. (2009): Management and the Financial Crisis. Harvard Business School Working Paper 10-033, 35 o.

Samuelson, P. A. (1973): Proof that Properly Discounted Present Values of Assets Vibrate Randomly. *The Ball Journal of Economics and Management Science* 4(2) 369-374. o.

Scholes, M. S. (1972): The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. *The Journal of Business* 45(2) 179-211. o.

Sharpe, W. F. (2004): Investment strategy for the long term. *Wealth Management* Fall 4-7. o.

Shiller, R. I. (1981): Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review* 71(3) 421-436. o.

Stiglitz, I. E. (1981): The Allocation Role of the Stock Market: Pareto Optimality and Competition. *The Journal of Finance* 36(2) 235-251. o.

Summers, L. H. (1986): Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values? *The Journal of Finance* 41(3) 591-601. o.

Taussig, F. W. (1921): Is Market Price Determinate? *The Quarterly Journal of Economics* 35(3) 394-411. o.

Tóth, B.-Kertész, I. (2006): Increasing Market Efficiency: Evaluation of Cross-Correlation of Stock Returns. *Physica A* 360(2) 505-515. o.

---

Treynor, I. (1981): What Does It Take to Win the Trading Game? *Financial Analysts Journal* January/February 55-60. o.

Treynor, I. L. (1962): Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Unpublished manuscript

Trichet, I. (2008): Undervalued risk and uncertainty – some thoughts on the market turmoil.

ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 13 November 1-6. o.

Working, H. (1934): A Random-Difference Series for Use in the Analysis of Time Series. *Journal of the American Statistical Association* 29(185) 11-24. o.

Working, H. (1949): The Investigation of Economic Expectations. *The American Economic Review* 39(3) 150-166. o.

Working, H. (1958): A Theory of Anticipatory Prices. *The American Economic Review* 48(2) 188-199. o.

Working, H. (1960): Note on the Correlation of First Differences of Averages in a Random Chain. *Econometrica* 28(4) 916-918. o.

---