

A hatékony piacok, a bolyongás és a buborékok

A pénzügyi piacok hatékonyságát valló elméletek – és ezen elméletek helyességét boncolgató kiterjedt kutatások – alkotják az alapját azoknak az érveknek, amelyek szerint a piacok nincsenek kitéve a túlzott fellendülésnek vagy a buborékoknak. A hatékony piacok elmélete azt állítja, hogy az árak pontosan tükrözik az adott időben rendelkezésre álló összes információt. Más szavakkal, a pénzügyi eszközök mindig helyesen vannak árazva, hiszen mindenkor adott, hogy mit tud a közvélemény. Az árak olykor túl magasaknak vagy túl alacsonyaknak tűnhetnek, de a hatékony piacok elmélete szerint ez csupán illúzió.

Az elmélet szerint a részvényárak véletlen lépésekkel egy bolyongást írhatnak le az időben: az árváltozások nem jelezhetők előre, mivel ezek csak új információ hatására következnek be, amelyek mivel újak, egyben kiszámíthatatlanok is. A hatékony piacok elmélete és a bolyongás hipotézise regeleg – a pénzügyi és közgazdasági tudományos sajtóban megjelenő – teszt és tanulmány tárgya volt. Bár ezekben a publikációkban statisztikailag sokszor visszaautasították az elméletet, voltak olyan értelmezések is, amelyek csak félig igaznak minősítették. Az elméletet bizonyító irodalom igen széles, és vannak köztük nagyon magas színvonalú munkák is. Ezért, akár egyetértünk vele végül, akár nem, a hatékony piacok elméletét mégis komolyan kell vennünk.

Alapvető érvek, melyek szerint a piacok hatékonyak és az árak véletlenszerűek

A hatékony piacok gondolata olyan természetes, hogy valószínűleg már évszázadok óta velünk van. Bár a hatékony piacok kifejezés a University of Chicago professzora, Eugene Fama és kollégái munkássága nyomán vált a késői hatvanas években széles körben ismertté, maga az elmélet évekkel megelőzte ezt az elnevezést.¹ George Gibbon világosan megemlíti az 1889-ben megjelent London, Párizs és New York részvénytőzsdéjéről (The Stock Markets of London, Paris and New York) című könyvében. Gibbon azt írta, hogy amikor „a részvények ismertté válnak egy nyilvános piacon, az elért árukra úgy lehet tekinteni, mint a rájuk vonatkozó legpontosabb értesülés ítéletére”.² Ebben a században a hatékony piacok elmélete az egyetemi közgazdaságtan és a pénzügyi tanszékek tartozéka volt. Az elméletet sokszor felhasználták, hogy igazolja a magas piaci árfolyamokat, mint például az 1929-es piaci rekord idején. Joseph Lawrence professzor a Princetontól 1929-ben arra a következtetésre jutott, hogy „a piacot irányító milliók ítélete általánosan megegyezik abban, hogy a piac jelenleg nem túlértékelt... Hol vannak azok a mindenre kiterjedő bölcsességgel rendelkező emberek, akik megváltóznák az intelligens többség ítéletét?”³

A hatékony piacok elmélete mellett szóló legegyszerűbb és legközvetlenebb érv abból a megfigyelésből fakad, hogy úgy tűnik, nehéz úgy sok pénzt keresni a tőzsdén, hogy alacsony áron veszünk és magas áron eladunk. Sok hozzáértő ember megpróbálta már ezt, de nem tudtak tartós sikert elérni. Azonfelül az ember megfigyelheti, hogy ha pénzt akar csinálni, akkor azon legügyesebb befektetők pénze, az úgynevezett smart money (okos pénz) ellen kell versenyeznie, akik ugyanazokat a lehetőségeket kutatva kereskednek a pénzügyi piacokon. Ha az ember azt gondolja, hogy egy befektetés túl- vagy alulértékelt, akkor el kell gondolkodni azon, miért marad ez így a smart money profitot kicsikarni akaró erőfeszítése ellenére.

Ha a smart money nyereséghez tudna jutni úgy, hogy alacsony áron vásárol és magas áron elad, akkor a hatékony piacok elmélete szerint ennek az lenne a hatása, hogy az árfolyamokat az igazi értékekhez hajtja. Alulárzott részvényeket vennének, s így felvernék az árakat. Túlértékelt részvényeket adnának el, lenyomva így az árakat. Ezenfelül, ha fennállna az értékpapírok félreárazásának esete, akkor az ebből származó profit a smart moneyhoz, a gazdagokhoz vándorolna, növelve így piacra kifejtett hatásukat és növelve lehetőségeiket, hogy kiküszöböljék a félreárazást.

Sajnos ez az érv nem árulja el nekünk azt, hogy miért ne tarthatna a félreárazás időszakára évekig vagy akár évtizedekig. A smart money a pro-

fitlehetőségek kihasználásával nem tudna gyorsan pénzt csinálni, s nagy lenne a bizonytalansága annak, hogy hol végződne a félreárazás. Ha az ember ma tudná, hogy a következő tíz vagy húsz évben a piac gyengén fog szerepelni, de nem tudná, hogy ez pontosan *mikor* kezdődik, s ezeket az ismereteket nem tudná egy széles közönségnek bebizonyítani, akkor ebből az ismeretből nem lehetne számottevően profitálni. Ezért nincs nyomós okunk azt hinni, hogy a smart moneynak szükségszerűen ki kell küszöbölnie a részvények félreárazását.

A hatékony piacok elméletének ezt a szépséghibáját azonban gyakran nem veszik figyelembe. Megszületett a feltevés, hogy ugyanaz a hatékony piacok elmélete, amelyik azt mondja, nehéz a napi változásokat megjósolni, magában foglalja azt is, hogy az ember *semmilyen* változást nem tud megjósolni.

A smart moneyyal kapcsolatos megjegyzések

A hatékony piacok elmélete fenntartja, hogy eltérő képességek nem vezetnek eltérő befektetési teljesítményhez. Az elmélet azt állítja, hogy az agyafűrtabb emberek befektetési szempontból nem teljesítenek jobban, mint a kevésbé intelligensek. Nem tudnak jobb eredményt elérni, mert jobb képességeik már benne vannak a részvények árában.

Ha elfogadjuk a hatékony piacok premisszáját, miszerint az agyafűrttség nem előny, akkor ebből rögtön következik, hogy ha nem vagyunk annyira agyafűrtak, az még nem hátrány. Ha a „nem olyan okos” emberek szisztematikusan elkezdenének pénzt veszíteni, akkor ez profitlehetőséget jelentene a „smart money” számára: csak az ellenkezőjét kell tenni, amit a „nem annyira smart money” tesz. Mégis, a hatékony piacok elmélete szerint, a smart money számára nincs ilyen profitszerzési lehetőség.

Így az elmélet szerint a befektetésekben nincs szerepe az erőfeszítésnek és az intelligenciának. A várható befektetési hozamok szempontjából akár véletlenszerűen is kiválaszthatunk részvényeket – ismert metafora, hogy válasszunk ki úgy befektetéseket, hogy dartsszal célba dobunk a tőzsdei árjegyzékre. Ebből a magyarázathoz követhetjük, hogy sokan úgy gondolják, nem kell odafigyelniük arra, egy adott részvény túlárazott-e vagy sem. Ezért érzik úgy, hogy figyelmen kívül hagyhatják a mai piac szokatlan szintjét.

De miért a legokosabbak állapítják meg az árakat? Rengeteg kevésbé intelligens vagy nem annyira jól informált ember ad és vesz a tőzsdén – nekik miért ne lenne hatásuk az árakra?

Egy vélemény szerint – amelyre már utaltunk előzőleg – a smart money jövedelmező üzletei révén már nagyrészt uralja a piacot, és helyesen állí-

totta be az árakat; a kevésbé intelligens befektetők olyan keveset tartanak a kezükben, hogy a piac szempontjából lényegtelen erőnek bizonyulnak. Ezt az érvet könnyű megcáfolni. Először is, ha ez az oka annak, hogy a smart money dominál, akkor az volt a helyzet, hogy *voltak* számukra jövedelmező ügyletek, máskülönben nem tudták volna használni az intelligenciájukat arra, hogy átvegyék a piacot. De ha *voltak* jövedelmező ügyletek, akkor még mindig kell lenni ilyeneknek, mivel a smart money befektetők visszavonulnak, és valakinek át kell venni a helyüket. Nem lehet úgy érvelni, hogy a smart money száz évvel ezelőtt átvette a piacot, és azóta domonálja, hiszen a hajdani szakértő kereskedők már nincsenek az élők sorában. A hatékony piacok elmélete mellett szóló másik magyarázat azt taglalja, hogy a professzionális befektetőknek, intézményi szakembereknek vagy értékpapír-elemzőknek nem nagyon van olyan megbízható képességük, hogy a piacot mint egészét teljesítményben felülmúlják. Valóban, gyakran úgy tűnik, alulteljesítik a piacot, ha számításba vesszük a tranzakciós költségeket és a díjakat is. Ez az eredmény talán rejtélyesnek látszik, hiszen az ember azt gondolná, hogy a profi befektetők kiműveltebbek a befektetésekkel kapcsolatban, és szisztematikusanabbak, mint az egyéni befektetők. De az eredmény talán nem is olyan elgondolkodtató, mint amilyennek elsőre tűnik. Az egyéni befektetők a profiktól kapják a tanácsokat, és meg is figyelhetik (jóllehet, kis fáziskülönbséggel), mit tesznek a professzionális befektetők. Tehát nem lehet lényeges különbség a profi befektetők és a piac mint egész sikere között, még akkor sem, ha az elemzéseik nagyon értékesek mások számára. A jelentős forrásokkal rendelkező egyéni befektetők általában művelt és intelligens emberek. Tanulmányokban dokumentálták továbbá, hogy a profi elemzők tanácsai tényleg érnek valamit, ha rájuk hallgatva elég gyorsan cselekszik az ember.⁴

Végül az ok, ami miatt a tanulmányok nem találtak hathatósabb magyarázatot arra, hogy az okosabbak általában több pénzt keresnek, az, hogy nincs megbízható módszer a befektetők szellemi képességének mérésére. Nincsenek befektetési menedzserek IQ-eredményeit tartalmazó adatbázisok, ami alapján összehasonlíthatnánk a teljesítményüket az eredményeikkel, és ha lenne is ilyen, nem biztos, hogy a rendelkezésre álló intelligenciatesztek a megfelelő képességeket mérnék.

Judith Chevalier és Glenn Ellison tanulmánya közel járt ahhoz, hogy befektetési menedzserek intelligenciájáról szerezzenek adatokat, mégpedig úgy, hogy táblázathoz foglalták azoknak az egyetemeknek az átlagos Scholastic Aptitude Test- (SAT-) eredményeit, ahová a menedzserek jártak. Tényleg úgy találták, hogy azok a cégek, amelyek menedzserei magasabb SAT-tel büszkélkedő egyetemre jártak, némileg jobban teljesítettek.⁵ Ter-

mészetesen ez az egy tanulmány nem döntheti el az intelligencia és a befektetési siker kapcsolatának kérdését. Mégis, a rendelkezésre álló bizonyítékok alapján nem látok okot, hogy abban kételkedjünk, az okosabb, agyafúrtabb emberek hosszú távon általában jobb befektetőnek bizonyulnak.

A nyilvánvaló félreértés példái

A hatékony piacok elméletének tekintélye ellenére gyakran hallani olyan példákat, amelyek ordító cáfolatok. A gyakorlatban valóban sok olyan példát láthatunk, amikor az árak egyszerűen nem lehetnek helyesek. Ezeket rendszeresen bemutatja a sajtó. Mostanában a legtöbb ilyen példa az internetes részvényekhez kapcsolódik: az árfolyamaikból ítélve úgy tűnik, a közvéleménynek túlzó elképzelései vannak a bennük rejlő lehetőségekről.

Vegyük az eToys példáját. A cég 1997-ben alakult azzal a céllal, hogy játékokat adjon el az interneten keresztül. 1999-ben, nem sokkal az első nyilvános tőzsdére bocsátás után az eToys értéke (a tőzsdei részvényárfolyam alapján) 8 milliárd dollár volt, ami meghaladta a régóta működő nagyágyú, a Toys'R'Us 6 milliárd dolláros piaci értékét. És mégis, ha megnézzük, 1998-ban az eToys eladásai „csak” 30 millió dollárt tettek ki, míg a Toys'R'Us eladásai 11,2 milliárd dollárt, ami majdnem négyszázszor nagyobb szám. Az eToys 28,6 millió dollár veszteséget termelt abban az évben, míg a Toys'R'Us 376 millió dollár profitot ért el.⁶ Csakugyan, a Toys'R'Us, mint a legtöbb bevezetett játékkereskedő cég, létrehozta a saját weboldalát. A kezdeti nehézségek ellenére a Toys'R'Usnál is beindult az internetes kereskedelem, s a múltja miatt még előnyben is van az eToyszal szemben olyan értelemben, hogy az interneten keresztül játékokat vásárolt elégedetlen vevő személyesen is felkeresheti az áruházlánc számos boltjának egyikét, ha reklamálni vagy tanácsot kérni szeretne. Ezenkívül azok a vásárlók, akik már vásároltak Toys'R'Us áruházban, valószínűleg joggal, jobban vonzódnak majd egy ismert cég weboldalához, ha az interneten akarnak vásárolni.

Sok megfigyelő abszurdnak találhatja azokat az értékeléseket, amelyek a piac egyes részvényeire, mint például az eToys részvényeire vonatkoznak, de ezeknek a megfigyelőknek a piaci árfolyamra gyakorolt hatása mégsem korrigálja ezeket a félreértéseket. Mit tehetnének a korrekció érdekében? Azok, akik kételkednek ezeknek a részvényeknek az értékében, megpróbálhatnak shortolni. Vannak, akik ezt meg is teszik, de ezek száma korlátozott, hiszen mindig megvan annak a lehetősége, hogy a részvény ára még feljebb megy, hála a befektetők lelkesedésének. Az abszurd árfolyamok néha nagyon hosszú ideig kitartanak.

Nyilvánvalónak látszik, hogy az ilyen részvényekbe fektetők nem nagyon világosan gondolkodnak a hosszú távú befektetési lehetőségekről. Az is nyilvánvaló, hogy nincs olyan erő a piacon, amely megakadályozhatná, hogy ezeknek a befektetőknek egy lényeges túlárazás legyen a hatásuk. Ön-magában nem cáfolja-e ez a piac hatékonyságát, legalábbis néhány részvény esetében? És ha némelyik részvény túlárazott lehet, s mivel azok a részvények a piac részét képezik, nem az következik-e ebből, hogy a piac, mint egész, szintén lehet túlárazott?

A nyilvánvaló félreárazás példáinak vizsgálata

Annak ellenére, hogy nyilvánvaló példákat láttunk a részvények félreárazására, vannak olyanok, akik megkérdőjelezzik ezeket a példákat. Jeremy Siegel a *Részvények hosszú távra* (Stocks for the Long Run) című könyvében rámutat arra, hogy a széles körben idézett félreárazásokat hosszú távon meg lehet érteni. Siegel bemutat egy ötven részvényt tartalmazó listát, amelyet 1970 és 72 között csak úgy emlegettek, a „Nifty Fifty”: ragyogó részvények voltak ezek, amelyektől sokat vártak az emberek, és amelyeknek nagyon magas volt az árfolyam-nyereség hányadosuk. A listán szerepeltek csúcstechnológiai cégek, mint az IBM és a Xerox, és olyan fogyasztási termékeket gyártó nagyvállalatok is, mint a Coca-Cola és a McDonald's. A Forbes magazin egyik 1977-ben megjelent cikkében ezeket a részvényeket a befektetők dőresége kapcsán emlegették, miután a Nifty Fifty részvényei alaposan lezuhantak az 1973–74-es tőzsdeösszeomlást követően.⁷

Siegel rámutatott, hogy a Nifty Fifty részvények 1970-ben hosszú távon nem voltak túlárazottak. Ha ezeknek a részvényeknek a portfólióját 1970-től 1996-ig tartottuk volna, olyan jól ment volna, mint a Standard & Poor 500 index.⁸ Ez a példa látszólag olyan bizonyíték, amely világosan megcáfolja az állítást, hogy időnként a részvényárak egyszerűen hibásak. Ha a Nifty Fifty a képtelenül túlárazott részvények példája, akkor kudarcot vallott az az érvelésünk, miszerint az ilyen példák a piac irracionálisának a bizonyítékai.

Peter Garber Az első híres buborékok (Famous First Bubbles) című könyvében azt állítja, hogy a történelem egyik leghíresebb buboréka, a XVII. századi holland tulipánmánia szintén nem volt az irracionális félreárazás egyértelmű példája. A tulipánmánia története, melyről Charles Mackay is népszerű könyvet írt, kultúránk részévé vált, és széles körben idézik mint a spekulációs buborék egyik példáját. A kifejezés arra utal, hogy volt idő, amikor a tulipánhagymák ára képtelen magasságokba szárnyalt, majd hirtelen lezuhant. 1636-ban például egy darab tulipánhagymáért hathektárnyi

telket adtak cserébe. Mackay azt írja könyvében, hogy az emberek már-már „öntudatlanul rajongtak” a tulipánkereskedelemért, s a „hollandok között olyan őrület folyt a tulipánok birtoklásáért, hogy az ország más ágazatait teljesen elhanyagolták”.⁹

Mackay nem mutat azonban fel konkrét bizonyítékot arra, hogy az emberek bután viselkedtek volna, s így nem tud rámutatni arra sem, hogy az őrületnek köze lett volna bármiféle spekulációs félreárazáshoz. Garber megállapítja, hogy igazán magas árak a ritka tulipánféléknek volt, amelyek szokatlan szín-mintázattal rendelkeztek, amelyeket, mint azt ma már tudjuk, egyfajta mozaik-vírus fertőzése okozott. Ezeket a tulipánokat nem lehetett könnyen szaporítani, vagyis igen ritkák voltak. Hollandiában akkoriban nagyra értékelték a szokatlan tulipánokat, melyek lényeges szerepet töltek be a holland kultúrában.¹⁰ Tehát a tulipánok magas ára semmivel sem tűnik örültebbnek, mint azok az összegek, amelyeket mondjuk manapság a ritka műalkotásokért kérnek el. Ezenkívül a tulipánhagymák árviselkedése inkább a sok más spekulatív eszköz viselkedéséhez hasonlít; nem pusztán csak felszökik az árak, aztán lezuhan, és ott is marad – mint ahogy némely egyszerű történet sugallja. A tulipánok ára számtalanszor fel- és lement, akárcsak a részvényárak. Ezek az árváltozások összefügghetnek a befektetőkhöz eljuttatott új információval, miszerint kereslet van a ritka virágok iránt.

Siegel és Garber elemzései megkérdőjelezzik a spekulációs piacok irracionális árfolyamaival kapcsolatos kedvelt példákat. De valójában kevés a bizonyíték arra, hogy a hatékony piacok elméletét felleljük elemzéseikben.

Bár az igaz, hogy jól jártak azok, akik hosszú távon megtartották a Nifty Fifty részvényeket, de majdnem az összes befektető, aki 1970-ben birtokolta azokat, valószínűleg jóval 1996 előtt eladta a részvényeit, méghozzá vesztéssel. Nem gondolhatjuk komolyan, hogy a befektetők 1970-ben tudták, hogy a kilencvenes évek közepére az árak ismét felkúsznak, s addig vártak volna, hogy eladják azokat.

Azonkívül ez az ötven részvény nem a bizonyíték ötven független darabkáját jelenti, amely összeáll egy erős egészzé; ezek hasonló iparágban, hasonló időben tevékenykedő cégek. Maga Siegel is megjegyzi, ha az ember szemügyre veszi a Nifty Fifty árfolyam-nyereség hányados alapján rangsorolt első húsz helyen álló céget, ezek a cégek még mindig messze alulteljesítik a piacot.

Vizsgáljuk meg a Nifty Fiftyt belül azt a céget, amelyik 1972-ben a legmagasabb árfolyam-nyereség hányadossal büszkélkedhetett: a Polaroid Corporation volt ez a cég, a „mesés” részvény, mely akkor a nyereség 94,8-szeresét érte. Alapítója, Edwin Land, első éves korában kihullott a Harvard-ról (ugyanúgy, ahogy Bill Gates tette évtizedekkel később), hogy kifejlessze

a polarizált fényszűrők ötletét. A szűrők gyártására és piacra dobására hozta létre a Polaroidot, s termékeit nemcsak tudományos eszközökben használták, hanem a napszemüvegeknél és a háromdimenziós filmeknél is. Karrierje során Land több száz találmányt adott ki a keze közül, köztük a forradalmian új polaroid kamerát, amely azonnal előhívta a fényképeket. Némelyik találmánya annyira újdonságzámba ment, hogy azok a közvélemény számára azonnal láthatóak voltak. Fiatalos lendülettel működtetett egy újszerű csústechnológiai céget, s ez elég volt ahhoz, hogy történetét szenzációként tálalják. Az ezt követő túlarazás már nem is meglepő. A Polaroid Corporation a mesés internetrésztvények 1970-es változata volt, s azóta a dolog igen rosszul sült el: 1972 és 1997 között évente 11,2 százalékkal alulteljesítette a piacot.¹¹

Siegel bizonyítékán kívül is van még rengeteg cég, amelyek az órült félrearázás példájául szolgálhatnak, akár az 1970-es árakat vizsgáljuk, akár az évtizedekkel későbbit. Maga Siegel sem állítja, hogy a bizonyítékaiból minden ár helyessége következne, s rámutat, hogy az internetes résztvények ma valóban túlarazottak.¹²

Ehhez hasonlóan Peter Garber a tulipánmánia elemzésében szintén visszariad a félrearázásra való bizonyíték teljes visszautasításától. Megjegyzi, hogy 1636-ban nemcsak a mozaikbetegséggel fertőzött tulipánok, hanem a teljesen hétköznapi tulipánok ára is hússzorosára emelkedett, majd meredeken lezuhant, s aztán bevallja, hogy erre a fejleményre igen nehéz a piac logikáját követő magyarázatot adni.¹³

A félrearázásra utaló statisztikai bizonyítékok

A befektetések rendkívüli félrearázásáról szóló anekdoták alapján nehéz a piac hatékonyságával kapcsolatban bármiféle szilárd ítéletre jutni. Valóban azonban nincs hiány a szisztematikus bizonyítékokból, miszerint a túlarazott cégek rendszerint rosszul teljesítenek egy idő után. A tudományos pénzügyi sajtóban megjelent cikkek egész sora bizonyítja ezt, s nemcsak színes példákon keresztül, hanem rengeteg céget átfogó hatalmas adatmennyiség elemzése segítségével is. Sanjoy Basu 1977-ben megállapította, hogy a magas árfolyam-nyereség hányadossal rendelkező cégek a későbbiekben rosszul teljesítenek. Eugene Fama és Kenneth French 1992-ben ugyanezt bizonyította olyan résztvényeknél, amelyeket magas áron lehetett jegyezni.¹⁴ Werner de Bondt és Richard Thaler 1985-ben arról számoltak be, hogy a cégek, amelyek árfolyama nagyon felmegy egy öt éves periódus alatt, a következő öt évben általában rosszul teljesítenek, az árfolya-

muk csökken, és hogy azok a cégek, amelyek árfolyama öt év alatt lezuhant, a rákövetkező öt évben rendszerint behozzák a lemaradást.¹⁵ (A Hatodik fejezetben láthattuk, hogy ugyanez a tendencia világszerte igaz a nemzeti tőzsdékre.) Jay Ritter 1991-ben azt állapította meg, hogy a résztvények kezdeti nyilvános tőzsdére bocsátása általában az iparág-specifikus befektetői szeszélyek csúcspontján történik meg, s aztán lassú, de tekintélyes hanyatlás történik a következő három évben.¹⁶ Tehát van egyfajta visszafelé mozgás a résztvényárakban: ami nagyon felmegy, az általában leesik, s ami nagyon lecsökken, az általában felmegy egy idő után.

Ezen megállapítások hatására az emberek egy része másként kezdett a piachoz közeledni, és megszületett az *értékbefektetés* (value investing) fogalma, vagyis alulárazott résztvényportfóliók kiválasztása annak az elméletnek az alapján, hogy a befektetők csak ideiglenesen nem vesznek tudomást a fundamentálisan olcsó résztvényekről, utána újra veszik ezeket. Ennek a stratégiának a másik oldala, hogy túlarazott résztvényeket shortolnak. Azt gondolhatnánk, a sok értékbefektetőnek az lenne a hatása a piacra, hogy egy időre csökkenne vagy akár eltűnne a résztvényeknél az érték és a későbbi hozamok közötti összefüggés. Az értékbefektetők alulértékelt esz-közöket vásárolnak, ezzel megemelik azok árát, egyúttal elterelik a keresletet a túlarazott befektetésektől.

Számos értékbefektető stratégia valószínűleg nem működik tovább, miután a befektetők hada odasereglik, hogy kihasználja azokat, de ebből természetesen nem következik az, hogy az értékbefektetés végleg eltűnik a színről. Az értékmeghatározásnak rengeteg különböző módszere van, és a piac, mint egész, nem fogja egykönnyen megszüntetni mindegyik ilyen profitlehetőséget.

Azonfelül még ha el is tűnik az érték hozamokra kifejtett hatása, ebből nem következik az, hogy az értékeknek a *piac egészére* gyakorolt hatása is el-tűnik. Az értékbefektetők jellemző stratégiája, hogy kivonulnak a túlértékelt egyéni résztvények piacáról, de nem az egész piacról, még akkor sem, ha az egész piac tűnik túlértékeltnek.

Nyereségváltozások és árfolyamváltozások

Egy újabb érv amellett, hogy a piac a szó legkiterjedtebb értelmében alapvetően hatékony, az egyszerűen az, hogy a résztvényárak durván követik a nyereségeket – vagyis hogy a nyereségek nagy fluktuációja ellenére az árfolyam-nyereség hányadosok viszonylag szűk tartományban mozognak.

Peter Lynch befektetési elemző, aki manapság gyakran tűnik fel a médiában, szerepel a Fidelity Investment egyik hirdetésében. Egy egész oldalas fotó látha-

tó róla, és vörös betűkkel ott áll a tőle származó idézet: „A második világháború óta lezajlott kilenc recesszió ellenére a tőzsde a 63-szorosára nőtt, míg a nyereségek 54-szeresükre. A nyereségek hajlíják előre a piacot.” A hirdetés látszólag arról akarja meggyőzni az olvasókat, hogy az árfolyam-növekedéseket nagyjából igazolják a nyereségnövekedések. A valóságban azonban a számok csalókák. Amikor ilyen hosszú időszakot választunk az összehasonlításra, amikor az értékek nincsenek az inflációhoz igazítva, és mivel a második világháború után a nyereségek elenyészőek voltak, így nem meglepő, hogy Lynch ilyen összefüggésre lett. De ha más példákat választunk, úgy tűnik, az árfolyamváltásokat kevésbé igazolják a nyereségnövekedések.¹⁷ Lynch állítása arra az elterjedt nézetre utal, hogy a részvényárfolyam-változásokat a nyereségek változása igazolja, és ez bebizonyítja, hogy a tőzsdei ármozgásokat nem befolyásolja a befektető irracionális magatartása.

Ahogy azt megjegyeztük, az Egyesült Államok történetében csupán három nagyszerű hosszt – vagyis hosszan tartó és drámai részvényárfolyam-növekedést – figyelhetünk meg: az 1920-ban kezdődött és 1929-ben tetőzött hossz; az ötvenes és a hatvanas évek hosszát, mely az 1973–74-es tőzsdei összeomlással végződött; valamint az 1982-ben kezdődött és a napjainkig tartó tőzsdei fellendülést. (Hozzátehetnénk még az 1901-ben tetőzött hosszt is, de az nem volt annyira látványos.)

Az 1920 és 1929 közötti első nagyszerű hossz a gyors nyereségnövekedések periódusa volt. A real S&P nyereségek meghatározozódtak ez idő alatt, és a részvényárfolyamok majdnem a hétszeresükre növekedtek. A piac változását a nyereségváltozásra való reakcióként is lehet szemlélni, noha ez túlteagálás.

A második hossz esetében azonban nem olyan világos az árfolyam-növekedés és a nyereségnövekedés közötti összefüggés. A legtöbb árfolyam-növekedésre akkor az ötvenes években került sor, és 1950 januárjától 1959 decemberéig a real S&P Composite index majdnem megháromszorozódott. De a real S&P nyereségek csupán 16 százalékkal növekedtek az egész évtized alatt, s ez a teljesítmény jóval a történelmi átlag alatt maradt. A mindegyre kiterjedő gazdasági növekedés tekintetében az ötvenes évek időszakában sokkal az átlag felett van, bár lemarad mind a negyvenes, mind a hatvanas évek mögött: a GDP 1950 és 1960 között 3,3 százalékkal nőtt.

A harmadik hossz során – 1982 és 1999 között – a részvényárfolyamok többé-kevésbé folyamatosan növekedtek, de a nyereségek nem nőttek egyenletesen. A real S&P Composite nyereségek valójában alacsonyabbak voltak az 1991-es recesszió legmélyebb pontján, mint az 1982-es recesszió idején, de a real S&P Composite index majdnem két és félszer olyan magas volt. Vagyis ebben a hosszban az árfolyam-növekedések nem tekinthetők egyszerűen a nyereségnövekedésre való reakciónak.

Ezek a példák megmutatják, hogy az árfolyam-növekedés és nyereségnövekedés nem függnek össze. Nem kritizálhatjuk a buborékteóriákat az alapján, hogy a két dolog összefügg.

Osztalékváltozások és árfolyamváltások

Ha nincs is világos összefüggés az árfolyam és a nyereség között, akkor is ott van még az osztalékok kérdése. Néhány közgazdász azt állítja, hogy valódi kapcsolat van a tőzsdei reálfolyam-mozgások és a reálosztalékok mozgása között. Robert Barsky és Brad de Long közgazdászok úgy érveltek, hogy nem tekinthetünk úgy a részvényárfolyam-mozgásokra, hogy azokat főleg a befektetők spekulációs magatartása okozza, ha az összhangban van az osztalékok mozgásával.¹⁸ Azt sugallják, hogy az emberek talán ésszerűen gondolkodtak, amikor feltételezték, hogy az osztalékok jelenlegi növekedése korlátlan ideig tart a jövőben – noha a történelmi adatok szerint ez a növekedési ráta sohasem tartott nagyon sokáig.

Kenneth Froot és Maurice Obstfeld, az árfolyamok és osztalékok közötti látszólagos együtt mozgásra reagálva lehetségesnek tartottak egy „belső buborék” modellt, amelyben az árak látszólag túlzottan, de a valóságban racionálisan reagálnak az osztalékmozgásokra. Az ő elméletük szerint a részvényárfolyamok bizonyos értelemben túlteagálják az osztalékokat, de ebben a túlteagolásban még sincs profitlehetőség.¹⁹

Szerintem ezek a szerzők felnagyítják az osztalékok és az árfolyamok együtt mozgásának kérdését. A részvényárfolyamok ingadozásai nincsenek erős összhangban az osztalékok ingadozásaival. Emlékezzünk csak arra, hogy az 1929 szeptemberében mért csúcs és az 1932. júniusi mélypont között, amikor a real S&P index szerint a tőzsde 81 százalékot esett vissza, az osztalékok csak 11 százalékkal csökkentek. Az 1973. januári tőzsdei csúcs és az 1974. decemberi mélypont között, amikor a tőzsde 54 százalékot esett, az osztalékok csak 6 százalékkal csökkentek. És még sok ilyen példát tudnánk felsorolni.

Az is valószínű, hogy a reálfolyamok és a reálosztalékok között megfigyelt együtt mozgásnak részben az az oka, hogy az osztalékok is ugyanazokra a tényezőkre reagálnak – többek között a spekulációs buborékokra –, mint ami az árfolyamokat befolyásolja irracionálisan. Az osztalékok menedzserek állapítják meg, s az osztalék-nyereség arány, vagyis a kifizetési (felosztási) ráta módosulhat így az idők során. A menedzserek ugyanannak a kultúrának a részei, mint a befektető közönség, s ezért valószínűleg az optimizmusnak és pesszimizmusnak ugyanaz a váltakozó hulláma hat rájuk is, mint a közvéleményre; s ez talán hat az olyan döntéseikre is, hogy mennyi

(amire Miller buzdít minket), akkor mi az alapvető bizonyíték arra, hogy a tőzsdék az összképet tekintve hatékonyak? A részvény-árfolyamokban az évek alatt bekövetkező nagymértékű változások vajon tükrözik-e az érintett cégek változásairól szóló információt?

A bizonyíték, hogy nem nagyon van rövid távú momentum vagy tehetelenség – vagyis hogy nemigen lehet megjósolni a tőzsdeindexek napi vagy havi változásait –, az összképet tekintve semmit sem árul el nekünk a hatékonyságról. Egyszerű közgazdasági okfejtésekből tudjuk, hogy a napi árfolyamváltozásokat nem igazán lehet előre látni, hiszen a profitlehetőségek szempontjából ez túl szépen hangzana ahhoz, hogy igaz legyen.

Van egy módszer annak megítélésére, hogy létezik-e olyan bizonyíték, amely a hatékony piacok elméletének alapvető érvényességét támaszja alá – a módszert 1981-ben az *American Economic Review* egy cikkében publikáltam (ugyanabban az időben, amikor egy hasonló írás megjelent Stephen LeRoy és Richard Porter tollából is). Eszerint meg kell vizsgálni, hogy a spekulációs árák – mint például a részvényárfolyamok – volatilitása (változékonysága) igazolható-e az osztalékok változékonyságával, hosszabb időszakokat figyelembe véve. Ha a részvényárak mozgását a cégek által kifizetendő jövőbeli osztalékokkal akarjuk igazolni – mint ahogy azt a hatékony piacok elméletének alapváltozata mondja –, akkor a hatékony piacok esetében nem lehetnének változékonny árfolyamok változékonny osztalékok nélkül.²³

Alapjában véve arra a következtetésre jutottam cikkemben, hogy az Egyesült Államok összesített részvényárfolyamainak mozgását sohasem lehetett az osztalékok mozgásával igazolni, mivel az osztalékok jelenértéke kivételesen egyenletes növekedési görbét mutatott. Ez a következtetés nagy vihart kavart, mivel olyan időszakban látott napvilágot, amikor a pénzszakma sokkal jobban kötődött a hatékony piacok elméletéhez, mint manapság. Annyi támogatást kaptam ezzel kapcsolatban, hogy nem is álmodhattam arról, hogy mindre válaszolni tudok. Senki sem kérdőjelezte meg azt a meggyelést, hogy a részvényárfolyamok sokkal változékonnyabbak, mint az osztalékok jelenértéke – csak azt, hogy a kettő közötti különbség statisztikailag lényeges-e, vagy hogy az én értelmezésem helyes-e.

A cikk tartalmazott egy grafikont, mely a real (inflációval korrigált) S&P indexet mutatta 1871 és 1979 között, és ugyanezen grafikon tartalmazta az *osztalék jelenértékét*, évekre lebontva az osztalékok értékét, amelyet az indexet alkotó részvényekre fizettek ki, s amelyeket az előző év osztalékai alapján számoltunk. A grafikon frissített változata, amely mind a részvényárfolyamokat, mind az osztalékok jelenértékét mutatja 2000-ig, a 9.1. ábrán látható. Az 1980-tól balra eső rész gyakorlatilag megegyezik azzal, ami az 1981-es cikk grafikonján szerepelt.²⁴

osztalékot fizessenek ki. Tehát a pusztán tény, hogy az árfolyamok és osztalékok lényeges hasonlóságot mutatnak, nem összeegyeztethetetlen annak a lehetőségével, hogy mind a kettőre hatnak a divatok és hóbortok.

Összegezve, a részvényáraknak szemmel láthatóan megvan a saját életük; nem csupán nyereségekre vagy osztalékokra reagálnak. Az sem valószínű, hogy csak a jövőbeli nyereségekről vagy osztalékokokról szóló információk határozzák meg őket. Ahhoz, hogy a részvényárak mozgásait meg tudjuk magyarázni, máshol kell keresgelnünk.

A túlzott volatilitás és az összkép

A tudományos pénzügyi irodalomban tényleg sok bizonyítékot találunk a piac hatékonyságára, de azt nehéz megmondani, hogy a bizonyítékok a hatékonyság mellett vagy az ellen szólnak. A hatékony piacok elméletében rengeteg anomáliát fedeztek fel az évek során. Ott van például a január-áreffektus (a részvényárak általában felmennek december és január között), a kiscég-effektus (a kis cégek részvényei általában nagyobb hozamot hoznak), a hétköznapieffektus (a tőzsde hétfőnként rendszerint gyengén teljesít), s még sok más.²⁰ Hogyan összegezhethetnénk mégis a piac hatékonyságát támogató irodalmat?

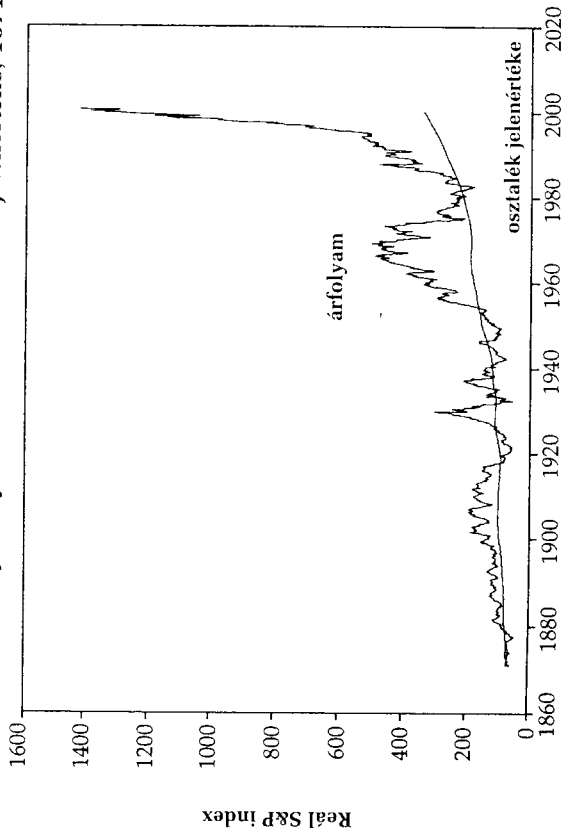
Az egyik érv amellett, hogy a szakirodalom alátámasztja a piac hatékonyságát, ha azt állítjuk, ezek a jelenségek elenyészőek, nem olyanok, amelyek számottevően befolyásolják a besszeket vagy hosszokat. Meggyezhetjük, hogy sok jelenség el is tűnt ezek közül nem sokkal azután, hogy felfedezték őket, mint ahogy például a januáreffektus és a kiscég-effektus már nem nagyon jellemző a piacra. Ezért elég kényes dolog a szakirodalom összegzése. Egyrészt a tény, hogy ezek a jelenségek hosszú ideig fennmaradtak, azt mutatja, hogy a piacok nem hatékonyak. Másfelől a tény, hogy e jelenségek nagy része eltűnt, azt sugalmazza, hogy van alapvető igazság az elméletben.²¹

Merton Miller, a hatékony piacok elméletének fő szószólója beismerte, hogy valóban létezik sok apró anomália, de véleménye szerint, ezek jelentéktelenek: „Hogy modelljeink megalkotásában elvonatkoztatunk ezektől a történetektől, az nem azért van, mert ezek a történetek nem érdekesek, hanem azért, mert talán túlságosan is azok, s ezért elvonják figyelmünket az átható piaci erőktől, amelyek a legfontosabbak számunkra.”²² Nem magyarázza meg azonban azt a sejtését, hogy a legfontosabb piaci erőketény leg racionálisak-e.

Ha elvonatkoztatunk a hétköznapieffektus és társai apró részleteitől

Az osztalék jelenértéke nem ismert biztosan abban az évben, amelyikhez kapcsolódik, mivel a következő év osztalékai alapján határozzák meg, amit még ki kell fizetni. A hatékony piacok elmélete szerint a bármely adott év után következő osztalék jelenértéke az az évi tőzsde (akkor még ismeretlen) igazi értékével egyenlő. Ugyanabban az évben a tőzsde tényleges szintje (a részvényárak a 9.1. ábrán) elvileg az optimális előrejelzés – az abban az évben rendelkezésre álló információ alapján – az osztalék jelenértékére az ugyanabban az évben mutatott értékek alapján.

9.1. ábra A részvényárfolyamok és az osztalékok jelenértéke, 1871-2000



Az ábrát nézve fogalmat nyerhetünk az összkép kiterjedéséről, ami fontos bizonyíték az egyesült államokbeli részvénytőzsdék hatékonyságára. Ha az osztalék jelenértéke erősen felfelé és lefelé mozogna az idők folyamán, és ha a részvényárfolyam együtt haladna ezzel a mozgással – mintha sikeresen előre jelezné az osztalék jelenértékének változásait –, akkor azt mondhatnánk, a részvényárak a hatékony piacok elméletének tetelei szerint viselkednek. Nem látjuk azonban a részvényárak ilyen tendenciáját, amely megjósolná az osztalék jelenértékét: az osztalék jelenértéke semmi rendkívül nem tesz, míg az árfolyam ide-oda ugrál.²⁵ Az osztalék jelenértéke igen egyenletes és trendszerű, részben azért, mert messze belenyúl a jövőbe, s részben azért, mert az osztalékok nem mutatnak nagy mozgást. Ha megnézzük a grafikon, nyilvánvalónak látszik, amit néhányunk (akik gondolkodtunk rajta, és van valami fogalmunk a mennyiségekről) mindig is érzett a zsigereiben: ezek a nagy tőzsdei mozgásokat nem iga-

zolták az osztalékok későbbi változásai. Vítát lehetne nyitni arról, hogy kicsivel több, mint száz év nem elég hosszú periódus ahhoz, hogy akár számíthassunk ilyen igazolásra, de a tény akkor is tény marad, vagyis nincs ilyen igazolás.

Koncentráljunk egy kicsit a 9.1. ábra 1980-tól balra eső részén lévő adatokra, amelyek már akkor is rendelkezésre álltak, amikor 1981-ben publikáltam a megfigyeléseimet. Az osztalék jelenértékének görbéje szinte kisimította az osztalékok évről évre bekövetkező fluktuációját. Az osztalékfluktuációknak kevés hatása volt az osztalék jelenértékére, mert ezek a fluktuációk mindig ideiglenesek voltak.

Nézzük meg például az osztalék jelenértékének változását az 1920 és 1929 közötti időszakban! Az 1920. decemberi mélypont és az 1929. szeptemberi csúcspont között a real S&P Composite index 415,4 százalékkal növekedett. Ugyanebben az időszakban az osztalék jelenértéke csupán 16,4 százalékkal nőtt.

Miért van ilyen egyenlenség a részvényárak növekedése és az osztalék jelenértékének növekedése között? Az S&P Composite index alapján kifejezett real osztalékok 106,7 százalékkal növekedtek ebben az intervallumban, ami jóval kevesebb, mint a 415 százalékos árfolyam-növekedés, de még mindig sokkal magasabb, mint az osztalék jelenértékének növekedése. Ha az összes osztalék ilyen mértékben növekedett a húszas években, akkor a jelenértékük miért nőtt olyan keveset? A válasz az, hogy a húszas évek osztaléknövekedése nem tartott sokáig; nagyrészt a húszas évekre korlátozódott, vagyis nem járult hozzá az összes jövőbeli osztalék jelenértékéhez. Az 1920-as évek növekedő osztalékai csak kis részei voltak a hosszú távú képnek, vagyis hogy a hatékony piacok elmélete szerint a piacnak kell megszabnia az árat, és nem szabad, hogy erre az árra nagyon hasonlóan az osztalékok fluktuációjára.

Vessünk egy pillantást a real osztalékok értékének 1929 utáni mozgására, beleértve a harmincas évek nagy válságát is. Míg a real S&P Composite index katasztrofálisan csökkent, 80,6 százalékkal az 1929. szeptemberi csúcsponttól az 1932-es decemberi mélypontig, az osztalék jelenértéke csupán 3,1 százalékot esett. Az ok, ami miatt az osztalék jelenértékének hanyatlása olyan csekély 1929 és 1932 között, az, hogy az osztalékok nem csökkentek számottevően, vagy ha igen, akkor nem hosszú ideig. 1929 szeptembere és 1932 júniusa között a real osztalékok valójában nagyon keveset estek, mert a cégek vonakodtak annyival csökkenteni a névleges osztalékokat, mint amennyit az árfolyam csökkenése sugalmazott volna.

Így utólag már tudjuk, hogy a tőzsde 1920 és 1929 közötti felfutása hosszalás hiba volt, a másik óriási tévedés pedig az 1929 és 1932 közötti esés volt. Ezen időszakok alatt lényegében semmi sem történt az osztalék

jelenértékével. Persze az emberek azt *gondolhatták*, hogy tényleg voltak hírek, amelyek hosszú távon megváltoztathatják az osztalékok irányát, és azt *gondolhatták*, hogy volt valami oka az árfolyamok hirtelen esésének. Talán még tetszetős, jól hangzó indokaik is voltak arra, hogy ezt gondolják. De a valóságban nem voltak ilyen változások.

Azzal érveltem 1981-ben, hogy a részvényárfolyamok túlságosan volatilisnek tűnnek ahhoz, hogy a hatékony piacok összefüggésében emlegessük őket. Ha a részvényárfolyamok az osztalék jelenértékének optimális előrejelzői, akkor nem szabad szeszélyesen összevissza ugrálniuk, amikor az igazi alapvető érték egy egyenletes trend mentén, simán emelkedik.

A 9.1. ábrát figyelembe véve megállapíthatjuk, hogy megfontolatlan a tőzsdefluktuációról a rövid távú konjunktúraciklus perspektívájában adott médiabeli értelmezés. Annak a kilátásnak, hogy átmeneti recesszió van a láthatáron, nem volna szabad hatással lennie a részvényárrakra, ha a hatékony piacok elmélete helyes. A részvényárfolyamok fluktuációjának – ha meg akarunk felelni a hatékony piacok elméletének – a reál osztalék hosszú távú perspektívájával kapcsolatos új információktól kellene függeniük. De az amerikai tőzsde történetében sohasem láttunk ilyen fluktuációt, mivel az osztalékok világosan követnek egy határozottan emelkedő pályát. Ahogy 1981-es írásomban érveltem, az egyetlen mód arra, hogy összhangba hozzuk a részvényárrak volatilitását a hatékony piacok elméletével az, ha feltételezzük, hogy így vagy úgy az osztalékok történelmi fluktuációi nem reprezentálják a *potenciális* fluktuációkat. Vagyis azt kell mondanunk, hogy a piaci árfolyamoknál megfigyelt fluktuációk az emberek lehetséges és hosszan tartó osztaléknemesség miatti szabályos aggodalmának az eredményei, amelyekre nem került sor az általunk megvizsgált évszázadban. Például az emberek aggodalmaskodhattak volna egy nagy és ritka esemény miatt, mint amilyen az államosítás vagy a tőzsde állami lefoglalása, vagy valami hihetetlen technológiai áttörés, amelynek hatására a cégek többszörös osztalékot lennének képesek kifizetni.

Ahogy korábban megjegyeztem, írásom egy sereg kritikus figyelmét felkeltette. Ezek közül is a legjelentősebb Robert Merton volt, a zseniális pénzügyi teoretikus, aki később elnyerte a közgazdasági Nobel-díjat (s óriási pénzügyi vesztésért könyvelhetett el mint a Long Term Capital Management fedezeti ügyleteket bonyolító alap igazgatója). 1986-ban Merton, Terry Marshall közösen írt egy cikket az American Economic Review-ban, amelyben az eredményeim ellen érveltek, és ironikusan arra következtetéstre jutottak, hogy a spekulációs piacok nem túlságosan változókonnyak.²⁶

John Campbell számos tanulmányt írtunk, amelyekben megpróbáltuk a túlzott volatilitásról szóló állításokat biztosabb alapokra helyezni, és a kérdés tanulmányozására, valamint a kritikusok által felvetett problémák

megválaszolására statisztikai modelleket fejlesztettünk ki.²⁷ Úgy éreztük, hogy eléggé meggyőzően bebizonyítottuk, hogy a tőzsde valóban nem fér bele a hatékony piacok modelljébe.

Kutatásaink azonban nem zárták le teljesen az ügyet. Egyszerűen túl sok statisztikai kérdést lehet felvetni, s a mindössze egy évszázadot átfogó adatok semmit sem tudnak meggyőzően bizonyítani.

Azt is meg kell jegyezmem, hogy a pénzügyi piacok volatilitását valószínűleg nagyrészt igazolják a jövőbeli osztalékokról és nyereségekről szóló hírek. Az Egyesült Államok vállalati osztalékainak trendszerű viselkedése az elmúlt évszázadban részben a szerencsén múhatott, s nem azon, hogy törvény született volna arról, hogy az osztalékoknak milyen trendet kell követniük. Figyelembe véve a trend bizonytalanságát, Campbell az egyik statisztikai tanulmányunk eredményeit értelmezve, megbecsültük, hogy az Egyesült Államok tőzsdéje évi hozamingadozásának 27 százalékát lehet igazolni a jövőbeli osztalékokkal kapcsolatos hiteles információival.²⁸ Campbell és John Ammer hasonló metodikát használva megvizsgálták háború utáni adatokat, és azt találták, hogy az amerikai tőzsde havi hozamai változékonyságának 15 százalékát lehet a jövőbeli osztalékokkal kapcsolatos valódi információknak tulajdonítani.²⁹

A hosszú lejáratú kamatok esetében kevesebb bizonyítékot találtam a túlzott változékonyságra, s ugyanígy kevesebb a bizonyíték a tőzsdei árfolyamindexek közötti különböző túlzott változékonyságra.³⁰ A spekulációs buborékok miatt bekövetkező túlzott volatilitás valószínűleg csak egyike azoknak a tényezőknak, amelyek a spekulációs piacokat hajtják, s e tényező szembetűnősége változik az idők folyamán. Nem áll fenn mindenkor a piac túlzott volatilitása.

A felrészített grafikon

Úgy tűnik azonban, a tőzsde ma ilyen helyzetben van. Az adatok, amelyek a részvényárfolyamok volatilitásáról készített írásomhoz felhasználtam, 1979-ben végződnek, vagyis több mint húsz évvel ezelőttiek. Ha megfigyeljük az 1979-től jobbra eső görbét, láthatjuk, mi történt azóta a részvényárfolyamokkal. Milyen változást hozott húszévnnyi adat! Az árfolyamok soha nem látott magasságokba szöktek.³¹

A 9.1. ábra egyik értelmezése szerint a hirtelen csúcs képviseli a „jelentős, ritka eseményt”, amely végül összhangba hozza a hatékony piacok elméletét ezekkel az adatokkal. De akkor a hirtelen kiugrásnak az *osztalék* grafikonon kellett volna bekövetkeznie és nem az árfolyamgrafikonon.

Az egyedül az árfolyamban jelentkező kiugrás csak tovább mélyíti a túlzott volatilitás rejtélyét, s azt kívánja, hogy az osztlalékoknak sokkal feljebb kell menniük, ha a mozgásukkal meg akarják menteni a hatékony piacok egyszerű modelljét.

Egyszerűen helytelen a hatékony piacok elméletének felhasználása annak alátámasztására, hogy a tőzsdén tapasztalható kiugrás csupán a hiteles hírekre történő rutinszerű és pontos reagálás. Ha azt a nézetet akarjuk igazolni, hogy a tőzsde ma helyes szinten van, akkor vitatnunk kellene, hogy eddig nem volt azon. Egy ilyen érv éles ellentmondásban állna a hatékony piacok elméletével – s mégsem utasíthatjuk el ezt, hiszen rengeteg ember profítál belőle. Tehát a következő fejezetben ehhez az érvhöz fordulunk.

A befektetői tanulás – és nem tanulás

Tizedik fejezet

A „hatékony piac – bolyongás” érv mellett a piac fellendülésére adott másik magyarázat az, hogy a közvélemény általában véve megtanulta, hogy a piac hosszú távú értéke jóval nagyobb, mint ahogy gondolták. Annál is nagyobb, mint azt a hagyományos indikátorok jelezték. E teória szerint a piac ma azért van magasabb szinten, mert a közvélemény megtanult pár egyszerű tényről a történelmi átlaghozamokról és a diverzifikációról. Ez az érv abban különbözik a hatékony piacok elméletétől, hogy azt feltételezi, a közvélemény tudatlansága miatt a piac előzőleg túl alacsonyra volt árazva. Az érv lényegében ezt mondja: „a piac nem volt hatékony pár évvel ezelőtt; túl alacsony szinten volt; de most (talán) hatékonyan működik”.

Potenciálisan elfogadható – legalábbis első ránézésre –, hogy a társadalom megtanulhatta, a piac sokkal értékesebb annál, mint azt régen gondolni lehetett. A társadalom, mint egész, tényleg tanul, s ennek a tanulásnak a halmozott hatása az, hogy a modern társadalom sokkal nagyobb fejlődésen ment keresztül, mint az elmúlt évszázadokban. Az a kérdés azonban kérdés maradt, hogy a társadalom valóban megtanult-e valami fontosat a tőzsdéről. S ha tanultunk is valamit, pontosan mi is az?