

## MIRE JÓ A FUNDAMENTÁLIS ELEMZÉS?

*Juhász Péter*

A fundamentális elemzés definícióinak összevetése után e cikk bemutatja, miért alapvető eszköz a fundamentális elemzés a modern pénzügyekben is, és kiderül: a sokak által fenyegetésként említett, újabb módszerek inkább kiegészítik, mintsem felváltják azt. Az elemzés áttekinti az ár és az érték fogalmi eltérését, világosabbá téve, miben más a technikai és a fundamentális elemzés. Az összevetés rámutat: míg az érték egyéni és szubjektív, az ár rendszerint két fél konkrét tranzakciójának jellemzője, és objektív. Ugyanakkor a fair piaci érték fogalmát alaposabban elemezve kiderül: az egyfajta délibáb, a valóságban aligha létezik. A rövid távon gondolkodó, árközponitú részvényelemzés és a stratégiai szemléletű, értékfókuszú cégértékelés közti különbség jól illusztrálja, mennyire eltérő célokra használható a fundamentális elemzés, és miben más az azokhoz szükséges pszichológiai szakismeret.

*JEL-kódok:* D4, D8, G11, G12, G14, G32

*Kulcsszavak:* vállalatértékelés, ár, érték, technikai elemzés, részvényértékelés

### 1. BEVEZETŐ

Mi is tulajdonképpen a fundamentális elemzés? Korántsem mondhatjuk, hogy e közkeletű kifejezés értelmezésében megegyezne a befektetői közösség vagy a szakirodalom.

Az Investopedia szerint *„olyan értékpapír-értékelési módszer, amelynek célja a belső érték meghatározása a kapcsolódó gazdasági, pénzügyi és más mennyiségi és minőségi faktorok vizsgálata segítségével”* (Investopedia, 2018). A Business Dictionary viszont úgy véli, hogy *„olyan értékpapír-értékelési módszer (...), amely a kibocsátó vállalkozás belső (fundamentális) értékét vizsgálja”* (Business Dictionary, 2018).

A Wikipedia (2018) szerint ugyanakkor *„a pénzügyben és a számvitelben használt olyan módszer, amely a vállalkozás pénzügyi kimutatásainak (...), egészségének, versenytársainak és piacainak elemzését jelenti. Vizsgálja a gazdaság állapotát, és olyan tényezőket, mint a kamatok, termelés, nyereségesség, foglalkoztatás, GDP, lakhatás, termelés és vállalatvezetés.”*

A Nasdaq (2018) befektetőket segítő fogalommagyarázata ellenben azt mondja, hogy a fundamentális elemzés „*célja a félreárazott értékpapírok beazonosítása a kibocsátó cég üzleti kilátásainak elemzésével. A vizsgálat rendszerint a nyereségességi és osztalékkilátásokra, a várható kamatszintekre és a vállalat kockázati értékelésére koncentrálnak. A technikai elemzés antitézise. A makrogazdasági elemzésben a gazdaság és így a részvényt piacok irányának előrejelzéséhez olyan információkat használnak, mint a kamatok, a GNP, az infláció, a munkanélküliség és a készlet szintek. A mikroökonómiai elemzésben a vállalat küszöbön álló sikerét vagy kudarcát, és így a részvény jövőbeli ármozgását jelzik előre olyan információk segítségével, mint a mérleg, az eredménykimutatás, a termékek, a vállalatvezetés és más piaci jellemzők.*”

Ezzel lényegében egyetért Brealey, Myers és Allen (2010) is: könyvük fogalmgyűjteménye alapján a fundamentális elemzés „*olyan részvényelemzés, amely a vállalat üzleti folyamatainak elemzésével igyekszik beazonosítani a félreárazott értékpapírokat. A technikai elemzés ellentéte.*”

Rawley és Gup (2010:1) a cégértékelés tradicionális megközelítését nevezi fundamentális elemzésnek. Ennek során olyan tényezőket kell megvizsgálnunk, amelyek ma és a jövőben is hatást gyakorolnak a vállalatra. Így például elemeznünk kell a gazdasági kilátásokat, a jogi szabályozást, az iparágat, a demográfiai tényezőket és más, a cég növekedési potenciálját befolyásoló változókat. Ezt követően kell meghatározni a cég belső értékét, amelyből a részvények elvi értéke származtatható. Kiemelik: ez ez érték eltérhet a piaci ártól.

Damodaran (2006:6) ugyan definíciót nem ad, de utal az általa elfogadott nézetre. Ezek szerint „*a fundamentális érték alapelve, hogy egy cég valós értéke a pénzügyi jellemzőihez köthető: a növekedési kilátásaihoz, kockázati profiljához és pénzáramlásához.*” Az ettől való eltérés a részvények alul- vagy felülértékeltségére utal, így „*az értékelés a fundamentális elemzés középpontja.*”

Már e néhány forrás összevetésénél is komoly eltéréseket találunk. Ezek legalább három dimenzióban jelentkeznek a következők szerint.

- 1) A fundamentális elemzés vonatkozhat egy értékpapírra (Investopedia) vagy az azt kibocsátó vállalatra (Business Dictionary; Wikipedia; Nasdaq; Brealey, Myers és Allen; Rawley és Gup; Damodaran).
- 2) A fundamentális elemzés lehet az értékeléshez szükséges adatok összegyűjtése és elemzése (Wikipedia, Nasdaq; Brealey, Myers és Allen), de tartalmazhatja magát a pénzbeli értékelési folyamatot is (Investopedia; Business Dictionary; Rawley és Gup; Damodaran).
- 3) A fundamentális elemzés végső célja lehet az alulárazott értékpapírok azonosítása (Investopedia; Business Dictionary; Nasdaq; Brealey, Myers és Allen), vagy alkalmazási területe lehet ennél jóval tágabb is (Wikipedia; Rawley és Gup; Damodaran), amit a legjobban talán a stratégiai folyamatok támogatásaként írhatunk le.

Ezek alapján a téma egyértelmű tárgyalásához szükség van egy konkrét definíció megadására. A következőkben a fundamentális elemzést olyan általános célú folyamatnak tekintem, amely a vállalati értékre ható, különféle kvalitatív és kvantitatív változók összegyűjtését, értékelését és elemzését jelenti annak érdekében, hogy megalapozzon egy olyan pénzügyi tervet, amely reálisan tükrözi az adott cég jövőbeli működését, és így egy cégértékelés alapjául szolgálhat. Ezen értékelés eredményét a későbbiekben akár arra is lehet használni, hogy az adott vállalat részvényeinek alul- vagy felülértékelt voltát megítéljük. (E definíció szerint tehát az elemzés 1) a vállalatról szól, 2) nem feltétlenül tartalmazza magát az értékelési folyamatot és 3) a részvényárfolyamok megítélésénél szélesebb alkalmazási területet szolgál ki, vagyis nagy vonalakban megegyezik a Wikipedia megközelítésével.)

## 2. KIMENT A DIVATBÓL A FUNDAMENTÁLIS ÉRTÉKEKELÉS?

Mindezek alapján, amikor azt kérdezzük, hogy kiment-e a divatból a fundamentális elemzés, egyértelműen nemmel válaszolhatunk. Ennek az a magyarázata, hogy e megközelítésben a fundamentális elemzés többek között a stratégiai tervezési és a vállalatértékelési folyamat alapja is, ugyanakkor ezeket nemcsak részvények kiválasztására használják, hanem például felső vezetői döntésekhez, vagyonmegosztási és örökösödési perekben, adózási ügyekben, felvásárlásoknál és menedzseri teljesítménymérésben vagy akár a számvitelben, a leányvállalatok fair értékelésekor. Ezért pontosítanunk kell a kérdést: igaz-e, hogy a fundamentális elemzés mint tőzsdei befektetéseket megalapozó módszer elavult? Egyetértve *Bélyác Iván* és *Posza Alexandra* tanulmányának kicsengésével, ezt legalább három érveléssel is cáfolhatjuk.

Az első érvelés a hatékonyság kínálja. A piacok információs hatékonysága azt követeli meg, hogy az árfolyamok minden információt tartalmazzanak (Brealey, Myers és Allen, 2010:317–318). Csakhogy a fundamentális elemzés éppen ezen információk feldolgozási folyamatát jelenti. Nehéz lenne tehát bármiféle hatékonyságot elérni anélkül, hogy a piaci ügyletek túlnyomó többségét végző befektetők ne végeznének valamilyen formában akár napi szinten is fundamentális elemzést, megítélve például, hogy egy esetleges újabb pénzügyi válság vagy globális vámpolitikai vita hogyan hathat az adott értékpapír árfolyamára.

Ebből a szempontból *Bélyác Iván* és *Posza Alexandra* tanulmányának különösen érdekes felvetése, hogy az információ szempontjából hatékony piac szokásosan alkalmazott definíciója talán nem tökéletes vagy egyértelmű. Az ugyanis a különféle hatékonysági fokokat (gyenge, közepesen erős, erős) attól teszi függővé, hogy minden múltbeli, jelenlegi publikus vagy valamennyi létező információ hatása

megjelenik-e az árázásban. Ugyanakkor nem szól arról, hogy ezen információk mellett milyen zaj (téves ismeretek, feltevések) vannak még jelen az árban.

Az eredeti hatékonyságdefiníciókat érdemes lehet kiegészíteni azzal, hogy az esetleges zavarok nem torzítottak információs szempontból, azaz tendenciózan sem lefelé, sem felfelé nem mozdítják el az árakat. Vagy másképpen: irányuk és nagyságuk véletlenszerűen oszlik meg az egyes, a piachoz képest végtelenül kicsiny befektetők között, így a piaci értékítéletet nem torzítja. Nem szabad tehát olyan álhíreknek terjedniük a piacon, amelyek minden szereplő szemében azonos irányú árelmozdulást indukálnak.

Fontos látni, hogy ez a követelmény éppen a fundamentális elemzés alkalmazásával érhető el. Annak ugyanis része az összegyűjtött (beérkező) információk való-ságtartalmának, megbízhatóságának megítélése is.

A második érvet éppen a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) adja. Aszerint ugyanis a befektetők első lépésben egy kockázat-hozam térben egyedileg vizsgálják a lehetséges befektetéseket, majd az azokból létrehozható valamennyi portfó-liót. A modell sokat bírált tulajdonsága, hogy csupán egyetlen időperiódust kezel, s a befektetések időhorizontjának egyezőségét feltételezi. Ha ezen a problémán túllépünk, ahhoz, hogy a befektetések hozamát és kockázatát (adott időtávra) megbecsüljük, éppen fundamentális elemzést kell végeznünk. Az, hogy a folya-mat során nyert információkból a kockázatosságot aztán milyen mércével szám-szerűsítjük, már másodlagos. Igaz, ha eltérnénk a szórástól (vagy varianciától) mint kockázati mértéktől, az a modell további logikáját megtörheti.

Amikor tehát úgy tűnik, hogy a CAPM-et követők logikájában nincsen helye a fundamentális elemzésnek, az nem a modell sajátossága. Sokkal inkább annak a következménye, hogy a gyakorlatban többek között lehetetlen helyesen megvá-lasztani az egyetlen egységes befektetési időtávot, megbecsülni a világ valamennyi (létező és potenciális) befektetésének hozamát és variancia-kovariancia má-trixát, s így nem tudjuk azonosítani a piaci portfóliót sem.

Ezért a felhasználás során kénytelenek vagyunk kompromisszumokat kötni. Például várható szórás helyett múltbeli szórást használunk (vagyis a jövőt a múlttal azonosnak tekintjük), csak a tőzsdei befektetésekre figyelünk (ahol az elemzők megadják a várható hozamokat), és a tőzsdeindexet tekintjük piaci portfóliónak (ezzel teljesen elkerülve, hogy a legtöbb egyedi befektetésről és azok viszonyáról bármit is tudnunk kelljen). Ekkor a portfóliónk összeállításakor elég lehet, ha az adott részvény bétájának nem a várható, hanem a historikus értékét becsüljük meg, méghozzá a piaci portfólió helyett pusztán egy többé-kevésbé jól megválasztott részvényindexszel szemben. Végül az így számszerűsített kockázatot vetjük össze a mások által készített hozam-előrejelzésekkel. Természetesen lehet így is, csak ennek már kevés köze van az eredeti CAPM-hez.

Vagyis nem az alapmodell, hanem torzított gyakorlati alkalmazási módja vezethet oda, hogy a folyamatból eltűnik a fundamentális elemzés. Más kérdés, hogy legalább a várható hozamok megítélésénél ezt máig sem sikerült teljesen elhagyni, csakhogy a munkát a befektetők jó része profi tőkepiaci elemzőkre, tanácsadókra hagyja.

Éppen itt jön a képbe a Bélyácz Iván és Posza Alexandra által felvetett BlackRock-probléma. Ha mindenki ugyanazon tanácsadó(k)ra hallgat, akkor a számos független elemzésre épülő piaci önkorrektív mechanizmus teljesen eltűnhet a rendszerből. Erre már láttunk példát, amikor a piacon dolgozó, maroknyi hitelminősítő cég a legjobb besorolást adta az amerikai subprime hitelekre épülő, származtatott termékekre. Ha az ilyesmi piaci szokvány lesz, a kellő gondosság előírásánál előbb-utóbb a jogi szabályozás sem a megfelelő körültekintést követeli meg, hanem a megfelelő hitelminősítést vagy tanácsadói véleményt.

A harmadik érv a CAPM egyensúlyi érvelése, amely azt magyarázza, miért kell, hogy minden befektetés a piaci portfólió és a kockázatmentes eszköz által meghatározott értékpapírpiaci egyenesen helyezkedjen el. Eszerint ha egy befektetés nem volna ott, a befektetők éppen úgy kereskednének, hogy az visszakerüljön az egyenesre. Felmerül azonban a kérdés: ha a befektetők nem végeznek fundamentális elemzést, hogyan veszik észre, hogy az adott kockázathoz tartozó, várható hozam túl alacsony vagy magas? A modell keretein belül nem érvelhetünk azzal, hogy elemzők végzik el a feladatot, hiszen abban csak – informáltságukat, preferenciáikat és adottságaikat tekintve – homogén piaci szereplők vannak.

### 3. AZ ALTERNATÍV ELEMZÉSEK KIHÍVÁSAI

Ugyancsak érdemes figyelmet fordítani arra, hogy az e tanulmány elején idézett definíciók közül kettő is a historikus tőzsdei árfolyamokban mintázatokat kereső, technikai elemzés ellentettjeként határozta meg a fundamentális elemzést. A CAPM leegyszerűsítő alkalmazása mellett a technikai megközelítés tűnik a fundamentális elemzés talán legnagyobb kihívójának.

Vegyük azonban észre, hogy a két technika inkább kiegészítője, semmint alternatívája egymásnak. Először is a két megközelítés alapvetően eltérő szemlélettel közelít a tőzsdei árfolyamokhoz. A fundamentális elemzés egyfajta preskriptív tudományos szemlélettel ok-okozati kapcsolatokra épít, és arról beszél, minek kell(ene) bekövetkeznie a jövőben (feltéve, hogy hatékonyak a piacok). A technikai elemzés azonban deskriptív szemlélettel közelít a kérdéshez, és azt írja le, hogy korábban hasonló helyzetekben mi szokott történni, míg a magyarázatok háttérbe szorulnak.

Másodszor, a technikai elemzés és az ahhoz szorosan kapcsolódó viselkedési

pénzügyek minden esetben a várható piaci árakkal foglalkoznak, míg a fundamentális elemzés középpontjában minden definíció szerint az érték meghatározása áll. Ez utóbbival kapcsolatban azt szokás remélni, hogy irányt mutat a piaci árnak, meghatározva annak a várható értékét.

Harmadszor, a két megközelítés időtávja is lényegesen eltér. A technikai elemzés mindig rövid távra (1 évnél szűkebb időtartamra) prognosztizál, miközben a fundamentális elemzésre épülő belső érték csak hosszú távon adhat jó támpontot az áralakulás előrejelzésére.

Negyedszer, a felhasznált információk köre alig vagy egyáltalán nem mutat átfedést. Bármelyik definíciót vizsgáljuk is, azokban a fundamentális elemzésnél a korábbi tőzsdei árak alakulása nem szerepel bemeneti paraméterként, ahogy a befektetők viselkedési mintázata sem. Így tehát a technikai elemzés aligha alkalmazható például egy új tőzsdei bevezetés megítélésére, vagy olyankor, ha csak néhány atipikus befektető (állami privatizációs szervezet, stratégiai befektető) határozza meg az áralakulást. A feldolgozandó információkhoz igazodva természetesen a kétféle elemzés elvégzéséhez szükséges szakismeret és eszköztár is eltér. Mondhatjuk ugyan azt, hogy a technikai elemzés teret hódított el az egykor egyeduralgató fundamentális elemzés elől, de az eltérő felhasználási lehetőségek arra látszanak mutatni, hogy ezt nem szabad az újabb módszer abszolút felsőbbrendűségének betudni. Ugyanakkor aki valaha is a kezébe vett egy, a technikai elemzés módszertanát részletesen leíró szakkönyvet, aligha gondolhatja úgy, hogy a fundamentálisnál lényegesen egyszerűbb módszertan volna erre a magyarázat. Ezzel szemben sokkal inkább arról lehet szó, hogy a tőzsdéken manapság nagyobb arányban vannak a rövid időhorizonttal dolgozó befektetők, mint 25-50 vagy akár 100 évvel ezelőtt, az ő céljaikra pedig a technikai elemzés alkalmasabb lehet.

Mindezek alapján, amikor azt mondjuk, hogy a fundamentális és a technikai elemzés egyfajta ellentéte vagy antitézise egymásnak, akkor talán nem vagyunk kellően pontosak. Ez ugyanis nem azt jelenti, hogy ugyanazon kérdésekről rendre másként vélekednek. Sokkal inkább arról van szó, hogy egészen más megközelítéssel, egészen eltérő kérdésekre igyekeznek választ adni – vagyis sokszor még csak közös kérdések sincsenek. Márpedig a pszichológia és az orvostudomány sem ellentétei egymásnak csak azért, mert az emberhez eltérő módon és céllal közelítenek.

Ezért aztán e két módszertan az esetek többségében nem konkurens, csupán egészen más. Ha pedig mégis ugyanazon kérdés megválaszolására próbáljuk használni azokat, akkor sokkal inkább kiegészítő lehetnek egymásnak.

#### 4. AZ ÁR ÉS AZ ÉRTÉK ELTÉRÉSE

Az ár egy termék vagy szolgáltatás ellenértéke, amelyet többnyire pénzben kell teljesíteni. Ezzel szemben az érték valaminek a fontossága, hasznossága (Oxford Dictionaries, 2018a; 2018b). A két definíció eltérése jól mutatja a fogalmak eltérését: az értéket meg kell mérnünk (jellemzően pénzben), majd ezt meg kell osztanunk valakivel legalább elvárásként, hogy abból ár legyen.

A két fogalom tehát legalább három tekintetben különbözik.

- 1) Az értéket egy adott fél szempontjából értelmezhetjük, míg az árat mindig egy konkrét, fontolóra vett vagy megvalósult tranzakcióban.
- 2) Az ár egy kinyilvánított mennyiség, objektíven mérhető, rögzíthető, míg az érték szubjektív, s pontos nagysága nem feltétlenül ismert még az adott fél számára sem.
- 3) Ára csak olyasminek lehet, ami valamilyen tranzakcióval megszerezhető, átadható, míg értéke másnak is lehet. Így a tudomány mai állása szerint például a fiatalságságnak vagy a testi épségnek csak értéke lehet, ára nem.

Természetesen vannak az értéknek és az árnak közös vonásai is, például

- 1) időben változhatnak,
- 2) egy adott dologra vonatkoznak, és
- 3) rendszerint pénzben szokás azokat kifejezni.

Mindez azért lényeges, mert az ár (vagy tőzsdei termékeknel az árfolyam) és az érték két okból is eltérhet: egyrészt lehet az értékmérés pontatlan, torzított, különösen azért, mert azt pénzben kell elvégeznünk, ha árat szeretnénk meghatározni. Másrészt a másokkal megosztott ár nem feltétlenül azonos a ténylegesen mérttel: lehet, hogy szándékoltan torzítjuk az eredményt. Ez például olyankor fordulhat elő, ha a társadalmi konvenciók az adott helyzetben mondjuk alkudozást várnak el. Ha a torzítás meglétére akarjuk felhívni a másik fél figyelmét, egyszerű ár helyett irányárat vagy alkuképes árat mondunk. Fordított irányú torzítást is találunk: amikor valakinek előnyt akarunk biztosítani, és ezért (csak) számára kedvezményes árat szabunk.

Amikor egy értékpapír árát próbáljuk meghatározni, a tőzsdei szokványok miatt az alkudozás kizárt, így csak a pénzbeli mérés problematikája marad meg. Ugyanakkor például egy felvásárlási ügylet során, ahol két fél törekszik a megállapodásra, a felek kinyilvánított induló árai szándékoltan is eltérhetnek a szerintük reálistól. Igaz ez akkor is, ha az egyik oldalon több potenciális szereplő van jelen. Nem véletlen, hogy az eladók annak érdekében, hogy a végső ár a lehető legjobban megközelítse a vevő maximális (rezervációs) árát, számos speciális aukciós módszert dolgoztak ki, s hasonló versenyzetetésre látunk példát fordított helyzetben a

nagyvállalatok beszállítóinak kiválasztásánál is.

Maradva a tőzsdénél: itt az alkudozás kizárt, a másik felet pedig nem ismerjük (vagyis személyes preferenciánk nem jelenhet meg az árazási folyamatban). Egy likvid piacon mind az eladói, mind a vevői oldalon egyfajta versengés áll fenn; csak akkor számíthatunk a tranzakció gyors lezárására, ha az ajánlati árunk a piaci átlagos értékítéllel igazodik, nem pedig a sajátunkhoz. Hiába tudjuk, hogy X részvény jóval többet ér, mint a mai árfolyam, ha ma akarunk pénzt kapni érte, el kell fogadnunk mások (akár téves) értékítéletét.

A fundamentális elemzés elvileg képes áttekinteni egy adott fél szempontjából az adott értékpapír (vagy vállalat) minden értékelemét, s az ilyen alapokra épülő értékelés célja, hogy olyan pénzbeli árat határozzon meg, amely ezen értékkel arányban áll. Ez egy rezervációs ár lesz, amelyet korántsem biztos, hogy a piac megfizet. Ennek az egyik magyarázata az, hogy a személyes érték meghatározásánál olyan nem pénzbeli értékelemeket is figyelembe kell venni, mint az önmegvalósítás lehetősége, a családi hagyománytisztelet, a személyes hírnév és elismertség, amely egy cég tulajdonlásával járhat. A másik okot a pénzbeli hasznok előrejelzésével és értékelésével kapcsolatos bizonytalanságokban látjuk.

Ha egy értékelem csak egy adott tulajdonos számára létezik (lásd például: az alapító személyes emlékei), azt a piac sosem fogja megfizetni. Ugyanakkor, ha szerencséje van az eladónak, találhat olyan vevőt, akinek az adott cég olyan többletértéket ad, amit a mai tulajdonosnak nem (akár más cégeinél képződő szinergia révén), ezért a végső ár akkor is meghaladhatja az eladó pénzben kifejezett, saját értékét, ha egyes személyes értékeleit a piac egyébként nem fizeti meg.

Emiatt egy konkrét tranzakcióban kialakult árból nem lehet pontosan következtetni a két fél értékítéletére: csak azt tudjuk, hogy az eladó kevesebbre, a vevő pedig többre értékelte a gazdát cserélő jószág számára fontos tulajdonságait. (Egy meghiúsult ügyletnél pedig fordított a helyzet.) De azt, hogy ezen értékek milyen elemekből épültek fel, az adásvétel adataiból nem láthatjuk. Lényeges látni, hogy a felek nemcsak másképpen ítélik meg egy-egy adott értékelem pénzbeli árát, de az is eltér, hogy milyen értékelemeket vesznek figyelembe.

## 5. A FAIR PIACI ÉRTÉK MÍTOSZA

Mindezek alapján célszerű leszámolnunk a ma is gyakran felbukkanó „fair piaci érték” mítoszával. Azok, akik használják, ezzel a kifejezéssel rendszerint olyan értéket szoktak jelölni, amelyet valamilyen külső erők függetlenül és objektíven mérnek, és azt konkrét, egyedi szereplők nem befolyásolhatják.

A piacon azonban mindig csak árat tudunk mérni, értéket sosem. Ha konkrét

szereplőknek az üzletkötés előtt a piacon kinyilvánított árait nézzük (például a vételi és eladási árfolyamokat), azok a vevői vagy eladói érdekek szerint torzítottak lehetnek. Ha viszont már lebonyolított tranzakciókban használt árakat vizsgálunk, akkor azok nem a piac, hanem az adott két fél értékítéletét tükrözik.

Nem tökéletes megoldás az sem, ha sok megvalósult tranzakció átlagos árfolyamát vizsgáljuk: egy adott időszakban ugyanis sosem kereskedik minden piaci szereplő, csak azok, akik szerint az árak vagy alacsonyabbak, vagy magasabbak a saját maga által kitűzött személyes, pénzben kifejezett értéknél. Ráadásul egyik ár semmivel sem „piacibb” a másiknál, vagyis egyetlen ár (átlag, medián) helyett inkább egy ártartománnyal lehet jól jellemezni a tényleges eladók és vevők értékítéletét.

A fair kitétel sem sokkal megfoghatóbb. Ha az ár a két fél egyedi értéke közé esik, az tekinthető fairnek, hiszen mindkét fél pusztán önértékét követve is hajlandó az ügyletben részt venni. De abból, hogy létezik két fél, akik számára egy adott ár fair, még korántsem következik, hogy ugyanazon ár a piac többi szereplője közül bárki más szerint is méltányos lenne.

Mindezek alapján tehát a piacon 1) csak árakat tudunk megfigyelni, egy ár 2) mindig csak két konkrét fél számára lehet fair, általánosságban, a piac egésze számára nem. Röviden: a fair piaci érték nem létezik, de még csak a fair piaci ár sem. Beszélhetünk ugyanakkor egy konkrét fél értékéről, illetve két fél közti tranzakcióban méltányos (fair) ársávról.

Amikor tehát tőzsdeguruk olyan módszereket keresnek vagy ajánlanak, amelyekkel a reális érték alatt forgó részvényeket lehet beazonosítani, nem fogalmaznak pontosan. Valószínűleg arra gondolnak, hogy módszerük olyan papírokat azonosít, amelyeknek az árfolyama alapos fundamentális elemzés alapján egy tipikus (semmilyen egyedi vonással sem rendelkező és kizárólag a pénzbeli hozamokra koncentráló, vagyis fiktív) befektető számára meghatározott reális érték alatt marad. Kérdés persze, hogy akkor az azon az áron üzletet kötők fele vajon irracionális, hibázott, vagy netán (például likviditási) kényszerhelyzetben volt-e. Az sem világos, vajon ezt miért csak mi, a módszer használói vesszük észre; illetve ha ez tényleg így van (vagyis a piac nem hatékony információs szempontból), miért korrigálna a közeljövőben a piac éppen úgy, ahogy az nekünk kedvező lenne (hiszen, mint láttuk, eddig is hibázott).

Sokkal célszerűbb az alulárzott(nak vélt) részvények megvásárlásánál arra számítani, hogy a korrekcióhoz hosszú időre van szükség, addig pedig be kell érniük az adott befektetés által generált pénzáramlással a csak a majdani eladáskor realizálható árfolyamnyereség helyett. A hosszú távú kilátások számszerűsítéséhez azonban éppen fundamentális elemzésre van szükség, hiszen az alternatív megközelítések rövid távú korrekciókra építenek. A legtöbb guru éppen azt tanítja,

hogy olyan papírokat vegyünk, amelyeknél nem gond, ha a nyakunkon maradnak akár örökre, hiszen a jövőbeli jövedelmeink értéke magasabb a mai árnál.

Ezért nem árt, ha tudatosítjuk, hogy a részvényelemzés és a cégértékelés nem csak abban tér el, hogy egyetlen részvény vagy a teljes saját tőke értékét igyekeznek-e megragadni. (Ezért sem mindegy, hogy csak az alulárázott papírok azonosítását tartjuk-e a fundamentális elemzés céljának.) Míg az előbbi rövid távú (rendszerint egyéves) célrat igyekszik meghatározni, az utóbbi olyan érték kalkulálására törekszik, amely egy adott félnek adott pillanatban érvényes, rögzített stratégia melletti jövőbeli hozamaira épül. A részvényelemzőnek nemcsak azt kell vizsgálnia, hogy egy papír alulértékelt-e, hanem azt is, hogy a piaci korrekció milyen távon mehet végbe. A cégértékelő viszont legfeljebb arra tesz kísérletet, hogy az adott fél rezervációs árát megbecsülje, de nem vizsgálja, hogy létezik-e olyan befektető, aki azt bármilyen okból meg is fizetné valamikor.

Így – bár az eszköztár hasonló – a részvényelemzőnek a pénzügy mellett elsősorban a tömegpszichológiához kell értenie, hogy a sokasági vélemény jövőbeli mozgását előrevetítse. Eközben a vállalatértékelőnek az egyének szintjén kell átlátnia a lelki folyamatokat, hogy olyan értékelemeket is meg tudjon mérni pénzben, mint a dolgozók iránt érzett felelősség vagy a családi hagyományok.

## 6. ÖSSZEGZÉS

A szakirodalmi definíciók alapján kiderült, hogy a fundamentális elemzés jelentéstartalma korántsem egyértelmű. A meghatározások eltérnek abban, hogy

- 1) az elemzés központjában egy értékpapír vagy egy vállalat áll;
- 2) az elemzés csak előkészíti, vagy magában foglalja a pénzbeli értékelést; valamit
- 3) a végső cél pusztán a félreárázott részvények azonosítása, vagy inkább valamilyen stratégiai folyamat támogatása.

A fundamentális elemzés aligha ment ki a divatból. Ez nemigen következhet be a közeljövőben sem, mivel

- 1) a piacok információs hatékonysága,
- 2) a hozamok és kockázatok befektetői mérlegelése és
- 3) a CAPM egyensúlyi érvelése egyaránt azt feltételezi, hogy a piacon folyamatos fundamentális elemzés zajlik.

A fundamentális és a technikai elemzést összevetve kiderül: azok nemcsak (preskriptív vagy deskriptív) megközelítésükben különböznek, de abban is, hogy az előbbi az értékkel, az utóbbi viszont az árral foglalkozik. Ráadásul az előbbi

csak hosszú távú folyamatokkal foglalkozik, míg a technikai megközelítés idő-horizontja szinte sosem nyúlik túl egy éven. Emellett egészen más a kiindulási információs bázis is. Két ennyire különböző eszköz nemcsak hogy nehezen tudná kiváltani egymást, de eltérő fókuszuk miatt ez nem is lehet céljuk. A technikai elemzés relatív népszerűsége valószínűleg azért nőtt az elmúlt évtizedekben, mert a rövid távra befektetők aránya megemelkedett a tőzsdéken.

Bár az ár és az érték egyaránt változik időben, valamilyen jószághoz köthető és több-kevesebb pontatlansággal mérhető pénzben, mégis lényegesen eltérő fogalmat takarnak. Emiatt azok felcserélése zavart okozhat a megértésben. Az ár mindig kinyilvánított, ezért legalább az érintett másik félnek könnyen megismerhető, s egy konkrét tranzakcióhoz kapcsolható. Az érték viszont az egyéntől függ, s csak közvetve megismerhető. Míg értéke mindennek lehet, ára csak a megszerzhető dolgoknak van. Emiatt a „fair piaci érték” jelentése is homályos, inkább időszakra jellemző piaci ár(folyam)tartományról, vagy adott felek tranzakciójában méltányos ársávról beszélhetünk.

Az értékpapírok piaci árazásának helyességét ellenőrző részvényelemzők azért alkalmazzák gyakran a technikai és a fundamentális elemzést is, mert nem azt igyekeznek megválaszolni, hogy mennyi lesz egy év múlva egy adott részvény értéke (egy tipikus befektetőnek), hanem azt, hogy várhatóan milyen árfolyamon adhatjuk majd el azt. Ezt pedig nem csak a fundamentális érték, de a befektetők viselkedési mintázatai is döntően befolyásolják. A vállalatértékelők ugyanakkor egy konkrét fél szempontjából vizsgálódnak, és sosem ígérik, hogy a meghatározott értéken az adott részesedést el is lehet adni. Csak azt mondják, hogy az alatt nem érdemes.

## HIVATKOZÁSOK

- BÉLYÁ CZ IVÁN – POSZA ALEXANDRA (2018): Valóban kiment-e a divatból a fundamentális analízis? *Gazdaság és Pénzügy*, 5. évf. 3. sz., 198–235 o.
- BREALEY, RICHARD A. – MYERS, STEWART C. – ALLEN, FRANKLIN (2010): *Principles of Corporate Finance* (10<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw–Hill/Irwin.
- Business Dictionary (2018): Fundamental Analysis. <http://www.businessdictionary.com/definition/fundamental-analysis.html> (letöltve: 2018. július 28.).
- DAMODARAN, ASWATH (2006): *A befektetések értékelése*. Budapest, Panem.
- Investopedia (2018): Fundamental Analysis. <https://www.investopedia.com/terms/f/fundamentalanalysis.asp> (letöltve: 2018. július 28.).
- Nasdaq (2018): Fundamental Analysis. <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/f/fundamental-analysis> (letöltve: 2018. július 28.).
- Oxford Dictionaries (2018a): Price. <https://en.oxforddictionaries.com/definition/price> (letöltve: 2018. július 28.).
- Oxford Dictionaries (2018b): Value. <https://en.oxforddictionaries.com/definition/value> (letöltve: 2018. július 28.).
- RAWLEY, THOMAS – GUP, BENTON E. (2010): *The Valuation Handbook*. Hoboken (New Jersey): John Wiley&Sons, Inc.
- Wikipedia (2018): Fundamental Analysis. [https://en.wikipedia.org/wiki/Fundamental\\_analysis](https://en.wikipedia.org/wiki/Fundamental_analysis) (letöltve: 2018. július 28.).