

EUGENE F. FAMA – LAWRENCE FISHER
– MICHAEL C. JENSEN – RICHARD ROLL¹

Az új információk beépülése a részvényárfolyamokba

1. Bevezetés

Meglehetősen sok empirikus bizonyíték utal arra, hogy a részvények egymást követő árváltozásai közel függetlenek egymástól.² Mandelbrot (1966) és Samuelson (1965) következetesen amellet érvelnek, hogy az egymást követő árak függetlensége *konzisztens* a „hatékony” piac fogalmával, azaz a piac gyorsan alkalmazkodik az új információkhoz.

Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy az eddigi empirikus tanulmányok a piaci hatékonyságot az egymást követő árváltozások megfigyelt függetlenségéből *vezették le*. Sokkal kevesebbet vizsgáltak azt, hogy az árak hogyan reagálnak bizonyos specifikus információkra. E tanulmány elsődleges célja a részvényárfolyamoknak a részvényfeldarabolás (vagy részvényfelaprózás) információtartalmára való reagálásának vizsgálata – feltéve, hogy van ilyen egyáltalán.

2. Darabolás, osztalék és új információ: egy hipotézis

Pontosabban meghatározva a következő két kérdést vizsgáljuk: (1) megfigyelhető-e a felaprózott értékpapír hozamának bármilyen „szokatlan” viselkedése a darabolás körüli időszakban?³ és (2) ha a darabolás együtt jár az értékpapír hozamának „szokatlan” viselkedésével, ezt milyen mértékben magyarázza a darabolás és egyéb fontos tényezők változásának kapcsolata.⁴

Az első kérdés megválaszolásához megmutatjuk, hogy a felaprózást általában megelőzi egy olyan időszak, amikor a felaprózandó értékpapírok hozamai (ez alatt egyaránt értve az osztalékot és a tőkefelértékelődést is) szokatlanul nagyok. Ez a nagy hozamokat biztosító időszak jóval korábban kezdődik,

mint ahogy a felaprózásról szóló információ (vagy akár csak híresztelés) valószínűsíthetően elérné a piacot. Feltételezzük, hogy a felaprózást megelőző nagy hozamok oka az, hogy ebben az időszakban a szóban forgó vállalatoknál drámaian növekszik a várható nyereség és az osztalék.

A következő empirikus munkában azonban megmutatjuk, hogy a felaprózott részvények legnagyobb átlagos havi hozama közvetlenül a felaprózás előtti pár hónapban figyelhető meg. Ezen hozamnövekedés alapján úgy tűnhet, hogy a felaprózás ténye is részben előidézheti a növekvő hozamokat. Az alábbiakban bebizonyítjuk, hogy ez a hatás nem áll fenn. Ezzel alátámasztjuk azt a gondolatmenetet, hogy noha valószínűleg valóban megfigyelhető a jövedelmek drámai növekedése a közelmúltban közvetlenül a felaprózás (vagy ennek bejelentése) előtti hónapokban, a piacon még mindig számottevő bizonytalanság észlelhető azzal kapcsolatban, hogy a jövedelmek új, magasabb szintje fenntartható lesz-e. A befektetők minden elérhető információt megpróbálnak felhasználni ezen bizonytalanság csökkentésére, és a tervezett felaprózás is egy ilyen forrás lehet.

A múltban a részvényfelaprózások nagy részét rövid időn belül osztalékemelés követte, és az emelés mértéke nagyobb volt, mint ami a piacon ugyanezen időszak alatt jelen lévő egyéb értékpapírok esetében megfigyelhető volt. Látni kell, hogy a felaprózással egy időben bejelentett osztalékpolitika-változás nem szokatlan a tőzsdéken. Más tanulmányok (lásd pl. Lintner (1956) és Michaelsen (1961)) kimutatták, hogy az egyszer megnövelt osztalékot a nagyvállalatok a későbbiekben vonakodnak csökkenteni, igazából csak szélsőséges körülmények hatására csökkentik az osztalék mértékét. Látszólag a cégvezetők úgy védekeznek az osztalékcsökkentés kockázata ellen, hogy csak akkor emelnek osztalékot, ha elég biztosak ennek jövőbeli fenntarthatóságában, tehát csak abban az esetben, ha meg vannak győződve arról, hogy a várható eredmény fedezetet nyújt az új, magasabb osztalék kifizetésére. Ezáltal az osztalékpolitika változásai fontos információt hordozhatnak a piac számára azzal kapcsolatban, hogy a vállalat vezetősége hogyan értékeli a cég hosszú távú jövedelemtermelési és osztalékfizetési potenciálját.

Állításunk szerint a felaprózandó részvényeknek közvetlenül a felaprózást megelőző hónapokban megfigyelhető szokatlanul nagy hozama a piac osztalékemelési várakozását fejezi ki, ami a valóságban gyakran be is következik. Az alábbiakban bemutatandó eredmények alapján levonható az a következtetés, hogy az osztalékváltozás információtartalmának hatását is figyelembe véve a részvényfelaprózás valójában nem okoz árváltozást.⁵